

# **MESTRADO EM** **CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS** **EMPRESARIAIS**

## **TRABALHO FINAL DE MESTRADO** **PROJETO**

COMPARAÇÃO ENTRE O *MARKET VALUE ADDED* E O *DISCOUNTED CASH FLOW*: O CASO DA COCA-COLA CO.

JOSSLINE JESUS CORREIA

OUTUBRO - 2019

# **MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS**

## **TRABALHO FINAL DE MESTRADO PROJETO**

COMPARAÇÃO ENTRE O *MARKET VALUE ADDED* E O *DISCOUNTED CASH FLOW*: O CASO DA COCA-COLA CO.

JOSSLINE JESUS CORREIA

**ORIENTAÇÃO:**

PROFESSORA DOUTORA RITA FUENTES HENRIQUES

OUTUBRO - 2019



## LISTA DE ACRÓNIMOS

APV – Adjusted Present Value

CFROI - Cash Flow Return on Investment

CI – Capital Investido

D&A – Depreciação e Amortização

DCF – Discounted Cash Flow

DF – Demonstrações Financeiras

DR – Demonstração dos Resultados

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EPS – Earnings per Share

EV – Enterprise Value

EVA<sup>®</sup> – Economic Value Added

FCF – Free Cash Flow

MVA – Market Value Added

NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Taxes

PBV – Price Book Value

PER – Price Earnings Ratio

ROA – Return on Asset

ROE – Return on Equity

VAL – Valor Atual Líquido

WACC – Weighted Average Cost of Capital

## RESUMO

O presente trabalho propõe-se realizar a comparação entre dois métodos distintos de avaliação de empresas - *Discounted Cash Flow* (DCF) e o *Market Value Added* (MVA), demonstrando a aplicabilidade destes dois modelos de avaliação no caso da Coca-Cola Co.

É possível verificar que o disposto na literatura não é consensual. Da mesma maneira que há autores que defendem a utilização do DCF, existem outros que aconselham a utilização do MVA. Dada a falta de concordância em relação aos mencionados métodos, este trabalho pretende, também, contribuir para o presente debate.

Para tal, foi realizada uma análise estratégica e financeira da empresa e do setor com base nos dados financeiros disponíveis relativos ao período de 2014 a 2018 e foram estimados os *Free Cash-Flows* (FCF) e o *Economic Value Added* (EVA<sup>®</sup>) para 2019-2023. Deste modo, foi possível estimar o valor da empresa pelos métodos do DCF e do MVA

Os resultados obtidos nos dois métodos foram comparados entre si concluindo-se que os mesmos não coincidem, apesar do apresentado na literatura. Além disso, estes resultados foram comparados com o valor de mercado das ações da Coca-cola, Co. a 31 de dezembro de 2018 e apontaram para uma melhor estimativa por parte do DCF em relação ao MVA.

Palavras-Chave: Avaliação; Coca-Cola Co.; Valor de Mercado; *Free Cash Flow*; *Market Value Added*; *Economic Value Added*; *Performance*; Demonstrações financeiras previsionais, WACC.

## ABSTRACT

This paper proposes to compare two different companies' valuation methods - the Discounted Cash Flow Method (DCF) and the Market Value Added (MVA), demonstrating the applicability of these two valuation models in the case of Coca-Cola, Co..

It's possible to verify that the statements in the literature are not consensual. At the same time that some authors defend the use of DCF, there are others who advise the use of MVA. Given the lack of agreement in relation to the aforementioned methods, this work also intends to contribute to the present debate.

To this end, a strategic and financial analysis of the company and the sector was carried out based on the available financial data for the period from 2014 to 2018 and Free Cash-Flows (FCF) and Economic Value Added (EVA ©) were estimated for 2019 to 2023. In this way, it was possible to estimate the company's value using the DCF and MVA methods.

The results obtained in both methods were compared with each other, concluding that they do not coincide, despite the arguments presented on the literature. In addition, these results were compared to the market value of Coca-Cola, Co.'s shares at December 31st, 2018 and pointed a better estimation from the DCF relatively to the MVA.

KEYWORDS: *Evaluation; Coca-Cola Co.; Market Value; Free Cash Flow; Forecasted Financial Statements; Market Value Added; Economic Value Added; Performance; WACC*

## ÍNDICE

Lista de Acrónimos.....	i
Resumo .....	ii
<i>Abstract</i> .....	iii
Índice .....	iv
Índice de Apêndices.....	vi
Índice de Gráficos.....	vi
Índice de Tabelas .....	vii
Agradecimentos .....	viii
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura .....	2
2.1. Discounted Cash Flow (DCF) .....	3
2.1.1. Cash-Flows estimados .....	5
2.1.2. Custo Médio Ponderado do Capital.....	7
2.2. Economic value added (EVA <sup>®</sup> ).....	7
2.3. Semelhanças entre o MVA e o DCF.....	11
3. Enquadramento.....	12
3.1. Evolução da Coca-Cola Co.....	13
3.2. Análise Estratégica .....	13
3.2.1. Análise de Posicionamento Estratégico.....	13
3.2.2. Análise SWOT.....	14
3.3. Análise Financeira Histórica.....	17
4. Metodologia.....	22
4.1. Enquadramento metodológico .....	22
4.2. Demonstrações Financeiras Previsionais.....	22

4.3. Aplicação dos Modelos .....	26
4.3.1. WACC .....	26
4.3.2. Discounted Cash Flow .....	28
4.3.3. Market Value Added.....	30
5. Análise dos Resultados .....	32
5.1. DCF vs. MVA.....	32
5.2. DCF & MVA vs. Mercado .....	33
6. Conclusão .....	35
Referências .....	37
Apêndices .....	42



## ÍNDICE DE APÊNDICES

Apêndice 1 - PER .....	42
Apêndice 2– PBV .....	42
Apêndice 3 – Enterprise Value .....	43
Apêndice 4 – EV/EBITDA.....	43
Apêndice 5 – Demonstração dos Resultados.....	44
Apêndice 6 – Ativo.....	44
Apêndice 7 – Capital Próprio e Passivo .....	45

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Vendas da Coca-Cola Co. de 2017 repartidas por produtos.....	17
Gráfico 2 – Evolução do EBITDA, do R. Operacional e do R. Líquido .....	18
Gráfico 3 – Evolução da Cotação de Mercado das Ações da Coca-Cola Co. ....	21

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I – Os Principais Métodos de Avaliação.....	2
Tabela II - Fluxos de fundos e taxas de desconto apropriadas .....	5
Tabela III– Análise SWOT .....	14
Tabela IV– Evolução das Vendas.....	17
Tabela V– Evolução dos gastos, R. operacional e R. Líquido .....	19
Tabela VI– Evolução do ROE .....	20
Tabela VII– Evolução do ROA .....	20
Tabela VIII– Projeção da Evolução das Vendas (2019-2023) .....	23
Tabela IX– Projeção da Evolução do CMVMC (2019-2023).....	23
Tabela X – Projeção de Dividendos pagos .....	24
Tabela XI – Total em Dívida.....	25
Tabela XII – Juros a pagar.....	26
Tabela XIII – EBIT, Impostos e Depreciações e Amortizações.....	28
Tabela XIV – Projeção do Capex .....	29
Tabela XV – Necessidades em Fundo de Maneio .....	29
Tabela XVI – Free Cash Flows Estimados.....	29
Tabela XVII – Capital Investido.....	30
Tabela XVIII – NOPLAT Estimado.....	31
Tabela XIX – ROIC e EVA© estimados.....	31
Tabela XX – Análise de Sensibilidade - MVA .....	34
Tabela XXI - Análise de Sensibilidade - DCF .....	34

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço à minha família por estarem constantemente ao meu lado e por nunca duvidarem de mim. Sem vocês, não era possível concluir este projeto.

Gostava de agradecer à professora Rita por ter aceite ser minha orientadora, principalmente por não ter desistido de mim e pela ajuda imensurável. A nível académico, agradeço também à professora Inês Pinto e ao professor Tiago Gonçalves por me guiarem nesta jornada apesar de não terem esse dever e me ajudaram a escolher um tema e a estruturar o meu trabalho.

Aproveito também para agradecer aos meus amigos que me incentivaram e confiaram em mim desde o início, com especial atenção à Cátia que tanto me ajudou neste processo.

Por fim, agradeço à Landing.jobs, que me permitiu ter um horário mais flexível para que pudesse dedicar-me à tese e deixo um especial obrigado à Rhaica, à Rita e ao Diogo, que me ajudaram a planear melhor a minha vida pessoal, de forma a conciliar o trabalho com os estudos.

## 1. INTRODUÇÃO

“Os analistas financeiros utilizam um amplo espectro de modelos que vão desde os mais simples aos mais sofisticados.” (Damodaran, 2006, p.2)

De facto, no processo de avaliação do valor de mercado das empresas podem ser utilizados diferentes métodos. O *Market Value Added* (MVA), para além de permitir estimar o valor de mercado da empresa e de alinhar as práticas de gestão com os interesses dos acionistas, também pode ser utilizado para construir métricas de *performance* empresarial. Este método consiste na atualização dos vários *Economics Value Added* (EVA<sup>®</sup>) futuros, à taxa de desconto definida. O MVA também mede a diferença entre o valor de mercado da empresa e o montante financiado pelos investidores (Taub, 2003).

Ainda que o MVA apresente diversas vantagens, o DCF continua a ser conceptualmente considerando o mais correto e a ser o mais utilizado no processo de avaliação do valor de mercado de empresas (Larrabee & Voss, 2013).

Vários autores já se pronunciaram sobre estes dois modelos, o que torna relevante demonstrar a aplicabilidade de ambos no caso da Coca-Cola Company, comparar os resultados obtidos com cada um e compreender o uso frequente do modelo de DCF e de outros métodos como os múltiplos ou as avaliações baseadas no balanço e na demonstração dos resultados, em detrimento do MVA.

A escolha da Coca-Cola Co. deve-se ao facto desta empresa aplicar o MVA nos seus processos de tomada de decisão, tornando-a um bom caso para avaliar as eventuais vantagens deste método.

A mais valia deste projeto reside no facto de não ficar pela avaliação do valor de mercado da empresa, mas sim, indo mais além, procurando comparar dois métodos de avaliação diferentes. Este facto o distingue de os demais trabalhos relacionados com *equity researchs*.

Este trabalho procura dar mais um contributo para a compreensão dos métodos de avaliação do valor de mercado de empresas e sua adequabilidade, reforçando a importância do MVA no seio desses métodos.

Em termos de estrutura deste trabalho, inicialmente é feita uma revisão de literatura que incide sobre ambos os métodos referidos. De seguida, apresenta-se o enquadramento

da empresa escolhida para o trabalho, onde constam a sua origem, análise estratégica e análise financeira, esta última baseada nas demonstrações financeiras (DF) do período de 2014 a 2018.

Posteriormente, no capítulo de metodologia, é apresentada a análise e evolução do setor em que a empresa se insere, sendo com base nesta evolução e nos dados históricos da empresa que foram estimadas as DF previsionais. Ainda na metodologia, são aplicados os modelos na Coca-Cola. Após a estimação do valor da Coca-Cola Co, é realizada a análise dos resultados obtidos, dando ênfase à comparação entre os dois modelos de avaliação utilizados.

Por último, são descritas as conclusões e principais as limitações sentidas ao longo da realização do trabalho.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

A discussão sobre que método escolher para avaliar o valor de mercado de uma empresa não é recente. Damodaran (2006) refere que a dificuldade na avaliação não é a falta de modelos suficientes para avaliar um investimento, mas a existência de um número excessivo de modelos.

De facto, e de acordo com Fernandez (2013), os métodos para avaliar o valor de mercado de uma empresa são vários e podem ser classificados em seis grandes grupos, sendo estes os métodos assentes no balanço, na demonstração dos resultados, no *goodwill*, nos fluxos de caixa descontados, na criação de valor e nas opções (Tabela I).

Este trabalho centrar-se-á nos modelos de avaliação baseados nos fluxos de caixa descontados e na criação de valor, sendo que o método dos múltiplos será também utilizado para enquadrar a empresa em estudo, mas não será objeto de análise.

Tabela I – Os Principais Métodos de Avaliação

Os Principais Métodos de Avaliação					
Balanço	Demonstração de resultados	Análise do Goodwill	Fluxos de Caixa descontados	Criação de Valor	Opções
Valor contabilístico	Múltiplos	Clássico	Free cash Flow	MVA	Black and Scholes
Valor contabilístico Ajustado	PER	Ajustamentos contabilísticos	APV	EVA	Investimento em Opções
Valor de Liquidação	P/EBITDA	União Europeia	Equity Cash Flow	CFROI	Usos Alternativos

Fonte: Adaptado de Fernandez (2013)

### 2.1. Discounted Cash Flow (DCF)

Segundo Gregory *et al.* (1990), a teoria financeira define que o valor de mercado de uma empresa é o valor atual dos seus fluxos de caixa esperados. Esta estrutura conceptual é conhecida como abordagem dos fluxos de caixa descontados (DCF).

Fernandez (2007) realça que na aplicação do DCF, a empresa é vista como geradora de fluxos de caixa. O seu valor de mercado é obtido através da atualização dos vários *free cash flows* (FCF) de períodos futuros, devidamente estimados, à taxa de desconto ajustada aos riscos detidos pela empresa (Equação 1).

$$(1) \quad DCF = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}, \text{ onde,}$$

$CF_i$  – *Cash flow* gerado pela empresa no período  $i$

$VR_n$  – Valor residual da empresa no ano  $n$

$k$  – Taxa de desconto adequada ao risco do *cash flow*.

Assim, o DCF baseia-se na previsão detalhada dos itens relacionados com a criação de fluxos de caixa operacionais da empresa em cada período. Estes itens passam pelas vendas, as despesas, os impostos, os pagamentos ao pessoal, entre muitos outros (Fernandez, 2007).

Fernandez (2007) acrescenta ainda que, além dessas componentes operacionais, este método tem em consideração o valor temporal do dinheiro, os ganhos futuros, as condições atuais e previsões do mercado, bem como as vantagens competitivas da empresa em relação à concorrência, entre outras questões, o que lhe confere maior robustez, comparativamente a outros métodos. Por este motivo, o autor considera este

como sendo o único método conceptualmente considerado correto. Por incorporar estas variáveis num só modelo, Damodaran (2006) refere que o DCF é muitas vezes designado como um método sofisticado.

Através da aplicação deste modelo os investidores e acionistas podem tomar decisões mais alinhadas com os seus interesses, conseguindo maximizar a rentabilidade nos seus investimentos a longo prazo (Kroll *et al.*, 2019).

Autores como Kaplan & Ruback (1994) e Fernandez (2002) destacam que este método é o mais apropriado para a avaliação do valor de mercado de empresas, não só porque capta todos os elementos que afetam diretamente esta avaliação, de uma forma abrangente e agregada, mas também simplificada e individual. Por este motivo, este é um dos métodos mais utilizados na avaliação de empresas.

Copeland & Tufano (2004) confirmam a superioridade do DCF comparativamente com o modelo de avaliação assente em opções. Contudo, estes autores realçam que todos os modelos consistem numa simplificação da realidade e que, por isso, os pressupostos são indispensáveis.

É justamente aí que reside um dos inconvenientes do DCF. Larrabee & Voss (2013) insistem que os verdadeiros desafios na avaliação não se prendem com o modelo escolhido, mas sim com as estimativas realizadas. Deste modo, é importante que os investidores revejam os aspetos fundamentais das estimativas realizadas para a abordagem de DCF.

Gregory *et al.* (1990) também partilham da opinião que a execução teórica da abordagem do DCF seja enganosamente simples, mas que na prática tal execução seja bastante complexa e muito subjetiva, requerendo da parte do analista muita atenção em relação às estimativas de fluxos de caixa, taxas de desconto e valores residuais.

Para além disso, o valor de mercado de uma empresa é o resultado final produzido pelo seu desempenho. Embora valioso para a análise estratégica, o DCF não pode ser usado para avaliar o desempenho histórico ou definir objetivos de curto prazo. Deve, por isso, ser complementado com a análise de métricas financeiras, como o crescimento das receitas ou o *Return on Invested Capital* (ROIC), de forma a definir metas e acompanhar o desempenho da empresa. Estas métricas, por sua vez, devem ser complementadas com

indicadores estratégicos e operacionais que suportem a tomada de decisão (Goedhart *et al.*, 2015).

Em suma, apesar das diversas vantagens apresentadas (robustez, inclusão de várias variáveis e alinhamento com os interesses dos acionistas), o método do DCF é de difícil execução prática e utiliza variáveis que são de difícil previsão devido às constantes variações, pelo que deve ser complementado com outras análises.

De seguida, serão detalhados os elementos fundamentais da abordagem DCF – os *cash-flows* estimados e o custo médio ponderado do capital.

### 2.1.1. Cash-Flows estimados

Na avaliação de empresas, podem considerar-se diferentes tipos de fluxos de caixa (Tabela II). Associado a cada fluxo, está a taxa de desconto indicada para efetuar o desconto. Estas taxas devem ser corretamente estimadas devido ao indispensável papel que possuem no processo de estimação do valor de mercado da empresa.

TABELA II - FLUXOS DE FUNDOS E TAXAS DE DESCONTO APROPRIADAS

Cash Flows	Taxa de desconto Apropriada
<i>Free cash flow</i> (FCFF)	Custo Médio do Custo de Capital (WACC)
<i>Equity cash flow</i> (FCFE)	Custo de Capital Próprio ( $K_e$ )
<i>Debt cash flow</i> (CFd)	Custo da Dívida ( $K_d$ )

Fonte: Adaptado de Fernandez (2007)

De acordo com Fernandez (2007), o *debt cash flow* (CFd) consiste no somatório da dívida por pagar e dos juros futuros associados a esta dívida. Esta medida é muito útil no estudo da alavancagem financeira. Para se descontar esse fluxo de caixa utiliza-se o custo da dívida ( $K_d$ ).

Já o *equity cash flow* (FCFE) consiste no fluxo de caixa que a empresa geraria se fosse inteiramente financiada por capitais próprios (Fernandez, 2007). A sua taxa de desconto é conhecida como custo do capital próprio ( $K_e$ ) e advém do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) que descreve a relação entre o risco sistemático e o retorno esperado dos ativos (Equação 2).



$$(2) \quad K_e = R_F + \beta (R_M - R_F), \text{ sendo:}$$

$R_F$  – Taxa de juro sem risco

$\beta$  – Beta da ação<sup>1</sup>

$R_M$  – Risco sistemático

$(R_M - R_F)$  – Prémio de risco de mercado

Mais uma vez, a literatura alerta para o pressupostos assumidos na implementação do modelo. Larrabee & Voss (2013) consideram a estimação do  $K_e$  como um dos principais desafios na avaliação. Tal como consta acima, o custo do capital próprio requer três *inputs*: a taxa de juro sem risco, o prémio de risco e o beta. Os pressupostos geralmente usados nem sempre são os adequados, conduzindo a resultados pouco fiáveis.

Retomando a tipologia de Fernandez (2007), um terceiro fluxo de caixa é o *Free Cash Flow* (FCF). Por estar ligado a uma ótica de caixa, o FCF implica no seu cálculo, alguns ajustamentos nas demonstrações financeiras de forma a obter-se o seu valor incremental em cada ano (Fernandez, 2007). Estes ajustamentos passam por:

- Incluir o valor dos gastos de capital (*CapEx*) que consiste no valor despendido na compra, manutenção e melhoria de ativos fixos como instalações, máquinas, equipamentos, edifícios, entre outros;
- Excluir o valor das depreciações e amortizações (D&A), uma vez que estas despesas não representam uma saída de capital;
- Incluir o investimento em necessidades em fundo de maneio (NFM).

Assim, os FCF de cada período podem ser apurados pelo EBIT após imposto corrigido com as D&A anuais, o investimento em *CapEx* e o investimento em NFM (Equação 3).

$$(3) \quad \text{FCF} = \text{EBIT} (1-T) + (\text{Dep}+\text{Am}) T - \text{CapEx} - \Delta\text{NFM}, \text{ onde:}$$

T – Taxa de imposto

Dep – Depreciações do exercício

Am – Amortizações do exercício

*CapEx* – Gastos de Capital

---

<sup>1</sup> O beta mede a sensibilidade do valor das ações em relação às alterações no mercado.

$\Delta$  NFM – Variação nas Necessidades em Fundo de Maneio<sup>2</sup>, em que  $NFM = \text{Ativos correntes} - \text{Passivos correntes} = \text{Disponibilidades} + \text{Inventários} + \text{Contas a receber} - \text{Contas a pagar}$

### 2.1.2. Custo Médio Ponderado do Capital

A taxa indicada para descontar o FCF é o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Enquanto que no apuramento do CFd e do ECF se efetua uma análise parcial da empresa, no FCF analisa-se a empresa como um todo, pelo que a sua taxa de desconto traduz essa realidade.

De facto, o WACC ou taxa média ponderada de custo de capital (Equação 4) tem em consideração tanto os custos de ambos os capitais - custo da dívida ( $K_d$ ) e retorno do capital próprio ( $K_e$ ) - como a proporção de ambos - dívida (D) e capital próprio (E) - na estrutura de capital de empresa.

$$(4) \quad Wacc = \frac{D}{D+E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D+E} k_e, \text{ onde:}$$

$T_m$  – Taxa de imposto

### 2.2. Economic value added (EVA<sup>®</sup>)

Nos anos 80, a forte competição por parte das empresas japonesas, juntamente com a internacionalização e expansão dos mercados financeiros, fez surgir entre as empresas americanas a necessidade de novos métodos de avaliação, mais objetivos e menos manipuláveis. É com o intuito de dar resposta a esta necessidade que a *Stern Stewart & Company* desenvolve e regista o EVA<sup>®</sup>.

De facto, foi nos anos 80 que foram levantadas as primeiras questões sobre os indicadores financeiros baseados em dados contabilísticos. Este debate surge devido ao impacto que as políticas contabilísticas (nomeadamente, os sistemas de custeio e os métodos de depreciação adotados) tinham nos indicadores financeiros (Tortella & Brusco, 2003), facilitando a manipulação dos resultados e tornando ineficientes as métricas financeiras utilizadas para a tomada de decisão.

Segundo Fernandez (2002), em 1993, somente 25 empresas usavam o EVA<sup>®</sup>, número que subiu para 250, em 1996, indicando o quão rápida foi a difusão deste método. A

---

<sup>2</sup> É necessário ter em consideração o investimento anual em Necessidade de Fundo de Maneio, através de:  $\Delta NFM = NFM_t - NFM_{t-1}$

verdade é que este indicador se tem tornado cada vez mais popular, sendo o mais utilizado de entre os métodos de criação de valor (Damodaran, 2006).

Abdeen & Haight (2002) afirmam que o EVA<sup>®</sup> mede “quanto valor económico a empresa está a criar, tendo em consideração o custo da dívida e do capital próprio” (pp. 60). Por outras palavras, o EVA<sup>®</sup> representa o retorno que a empresa deve gerar para satisfazer os detentores de capital (Chari, 2009). Deste modo, através do EVA<sup>®</sup> é possível concluir que existe criação de valor quando a rentabilidade do capital investido supera o custo do capital (Equação 5).

$$(5) \quad EVA = \text{Capital investido} \times (\text{Rentabilidade do capital investido} - \text{Custo do capital})$$

O capital investido a considerar representa o montante de recursos financeiros aplicados na empresa, calculado com base no valor contabilístico ajustado do investimento em ativos (pressupondo que este corresponde a uma aproximação ao valor de mercado desses ativos). Por seu lado, a rentabilidade do capital investido consiste no rácio entre o resultado operacional líquido de impostos ajustados (NOPLAT) e o capital investido. Por fim, como custo de capital é utilizada a taxa de atualização do EVA<sup>®</sup>.

Apesar do capital investido se basear em valores contabilísticos, é preferível que as variáveis utilizadas no cálculo da taxa de atualização sejam variáveis de mercado, à semelhança do que sucede na abordagem DCF. Tal facto não cria discrepâncias no modelo, já que uma empresa tem que criar mais do que o seu custo de capital de mercado para gerar valor (Stewart, 1991; Young & O’Byrne, 2000).

Na prática, existem três alternativas para aumentar o EVA<sup>®</sup> de uma empresa: (i) aumentar os ganhos sem usar mais capital, mediante a exploração de oportunidades de mercado ou da melhoria da resposta às necessidades dos clientes; (ii) investir em projetos de retorno elevado ou (iii) utilizar menos capital, através da eliminação de atividades desnecessárias, reformulação de processos ou melhoria da negociação com fornecedores.

O aumento do EVA<sup>®</sup> deve ser gerido de forma sustentável, pois a redução de gastos essenciais (através de medidas como cortes no pessoal ou compra de matéria-prima de menor qualidade) poderá aumentar o EVA<sup>®</sup> do período, mas no longo prazo estas práticas surtirão o efeito contrário, diminuindo os EVA<sup>®</sup> futuros e pondo em causa a sustentabilidade da empresa.

É importante frisar que, além de poder ser utilizado como um método de avaliação do valor de mercado empresarial, o EVA<sup>®</sup> também pode ser utilizado como uma medida de desempenho, como por exemplo, no desenvolvimento e aplicação do *balanced scorecard*<sup>3</sup> (Kaplan & Norton, 1996).

Enquanto indicador de desempenho, este método permite identificar a contribuição, em valores absolutos, de cada segmento de atividade no resultado final da empresa. Por esta razão, o EVA<sup>®</sup> funciona como um instrumento de fixação de objetivos, prêmios e incentivos, possibilitando o alinhamento entre os interesses dos gestores e dos acionistas (Larrabee & Voss, 2013). Assim, a implementação do EVA<sup>®</sup> incentiva o controle de recursos, o crescimento da empresa e a ligação da gestão à estratégia, resultando na criação de riqueza para os acionistas (Tortella & Brusco, 2003).

Pelas razões expostas, vários autores como Kaplan & Norton (1996), Abdeen & Haight (2002) ou Chari (2009) reforçam a importância e interesse do EVA<sup>®</sup> enquanto indicador de desempenho e defendem, por isso, a sua maior utilização. Entre estes autores estão Kroll *et al.* (2019) que justificam a utilidade do EVA<sup>®</sup> com a sua “desafiante forma de calcular, comunicar e incorporar nos planos de incentivo” (pp.1).

Contudo, na prática, algumas empresas optam por *drivers* como a evolução das vendas, as margens ou os múltiplos, em detrimento do EVA<sup>®</sup>, por serem de mais fácil medição e compreensão (Kroll *et al.*, 2019).

De acordo com Walbert (1994) a Stern Stewart & Co. sugere mais de 160 ajustamentos no cálculo do EVA<sup>®</sup> para eliminar distorções das demonstrações financeiras, no NOPLAT e no capital investido e garantir uma maior aproximação dos dados contabilísticos aos resultados económicos. Os ajustamentos mais comuns prendem-se com as rubricas de D&A, investigação e desenvolvimento, *goodwill*, bem como outros ajustamentos associados à utilização do método de custeio LIFO e provisões de créditos de liquidação duvidosa, reafirmando a ideia de que a aplicação do EVA<sup>®</sup> pode ser bastante desafiante.

Contudo, Young (1997) e Neves (2004) referem que os ajustamentos têm apenas um efeito marginal e, dada a complexidade de alguns desses ajustamentos, sugerem a

---

<sup>3</sup> Ferramenta de gestão que liga os objetivos operacionais aos estratégicos e os avalia através de indicadores associados aos fatores críticos.

utilização de demonstrações financeiras que sigam os princípios contabilísticos geralmente aceites.

Para além da eventual necessidade de vários ajustamentos, outro inconveniente do EVA<sup>®</sup> é o seu enfoque no passado, uma vez que por utilizar dados históricos, o EVA<sup>®</sup> desconsidera a possibilidade de crescimento futuro, o que penaliza as empresas cujo valor esteja no futuro (Bhasin, 2013). Porém, este inconveniente pode ser ultrapassado mediante a utilização do *Market Value Added* (MVA).

Na literatura existem duas perspetivas de cálculo do MVA. A primeira consiste no somatório dos EVA<sup>®</sup> futuros atualizados, para o momento zero, à taxa de custo do capital (Equação 6). Na segunda perspetiva, o MVA mede a diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor contabilístico do capital, ou seja, o montante financiado pelos investidores (Taub, 2003).

$$(6) \quad \text{MVA} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{EVA}}{(1+k_c)^t}$$

$k_c$  – Taxa de desconto apropriada.<sup>4</sup>

Como em todos os métodos que envolvem dados previsionais, existe incerteza nas previsões associadas ao MVA, bem como subjetividade na escolha da taxa de desconto e ainda possibilidade de manipulação dos resultados. A fim de minimizar estas questões, Modesti (2007) argumenta a favor da segunda perspetiva de cálculo do MVA.

Alguns autores colocam em causa a qualidade do MVA, argumentando que a sua variação não é explicada pelos EVA<sup>®</sup>, NOPLAT ou Cash Value Added (CVA) de cada ano. Neste sentido, Fernandez (2001) testou a correlação entre estas variáveis e concluiu que a correlação entre a variação anual do MVA e o EVA<sup>®</sup> anual era, de facto, muito baixa sendo que, numa amostra de 582 empresas, apenas 18 apresentaram uma correlação significativa. Contudo, é importante realçar que o autor não coloca em causa a relação entre o MVA e os EVA<sup>®</sup> futuros, sendo correto afirmar que o valor atualizado dos EVA<sup>®</sup> futuros explica o MVA.

---

<sup>4</sup> Neste trabalho, a taxa de desconto será o WACC, tal como mencionado na secção anterior.

### 2.3. Semelhanças entre o MVA e o DCF

A convergência entre o MVA e o DCF pode ser validada de forma algébrica (Damodaran, 2006). De facto, tendo em consideração que o Valor Atual Líquido (VAL) de um projeto consiste no valor atual dos diferentes EVA<sup>®</sup> criados por esse projeto ao longo da sua vida útil (Equação 7), é possível afirmar que o valor de uma empresa é dado pelo somatório do capital investido em ativos no momento presente com o valor atual do EVA<sup>®</sup> criado por esses ativos e o valor atual dos EVA<sup>®</sup> esperados dos investimentos futuros (Equação 8).

$$(7) \quad \text{VAL} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{EVA}_t}{(1+k_c)^t}, \text{ onde:}$$

$\text{EVA}_t$  é o valor criado no período  $t$ , pelo projeto com vida útil  $n$  descontado à taxa de custo de capital  $k_c$ .

$$(8) \quad \text{Valor da empresa} = \text{Capital investido}_{\text{ativos existentes}} + \text{EVA}_{\text{ativos existentes}} + \sum_{t=1}^{t=\infty} \text{EVA}_{\text{Projetos futuros}, t}$$

Também Fernandez (2013) e Goedhart *et al.* (2015) frisam que os dois modelos resultam exatamente no mesmo valor, o que seria de esperar uma vez que ambos avaliam a mesma realidade (Fernandez, 2013) e se centram numa abordagem de *cash flow* (Goedhart *et al.*, 2015).

Muitos autores defendem que o MVA é, pois, uma extensão da abordagem de DCF. Esta convergência já foi explorada em diversos estudos, como Feltham & Ohlson (1995), Penman & Sougiannis (1998), Hartman (2000), Lundholm & O’Keefe (2001), Shrieves & Wachowicz Jr (2001) e Fernandez (2013), onde se conclui que as principais diferenças entre os dois métodos se devem às divergências nos pressupostos assumidos, aos ajustamentos contabilísticos e aos erros de estimação.

Damodaran (2006) reforça esta ideia, referindo-se ao EVA<sup>®</sup> como uma “ferramenta de apuramento de valor derivada do modelo tradicional de DCF” (pp.37) que apresenta os mesmos desafios da abordagem de DCF. Assim, uma avaliação efetiva tanto pelo MVA como pelo DCF depende sempre dos métodos utilizados para estimar as variáveis críticas (tais como, fluxos de caixa, taxas de crescimento e prémios de risco) e da compreensão da verdadeira natureza da criação de valor (Damodaran, 1994).

Apesar de menos utilizado, o MVA tem vindo a ganhar popularidade, por permitir compreender de forma mais intuitiva se uma empresa tem ou não um retorno acima do seu custo de capital. De facto, Damodaran (2006) afirma que os modelos de criação de valor são construídos com base numa relação entre o reinvestimento e o crescimento. Tal significa que uma empresa pode criar valor no futuro investindo em novos ativos ou usando os ativos de que dispõe de forma mais eficiente. Enquanto que esta relação é bastante explícita nos modelos de criação de valor, passa mais despercebida nos métodos DCF, em que muitas vezes se estima separadamente o reinvestimento e as taxas de crescimento sem explicitar a relação entre os dois *inputs*.

Em termos de fiabilidade, Penman & Sougiannis (1998) testaram os dois modelos e concluíram que, num horizonte a 10 anos, o EVA<sup>®</sup> apresenta menos erros de estimação que o DCF. Contudo, Courteau *et al.* (2001) argumentam que essa superioridade se deve inteiramente às metodologias distintas de estimação do valor residual nos dois modelos. Pelo contrário, outros autores questionam a fiabilidade do EVA<sup>®</sup> em comparação com outros indicadores, como o fluxo de caixa operacional (Biddle *et al.*, 1996) ou o resultado operacional (Chen & Dodd, 2001).

Em suma, os métodos baseados na criação de valor são mais recentes e ainda são fonte de controvérsia. Por isso, Obaidat (2019) recomenda complementar o MVA com o uso de medidas tradicionais, como o resultado por ação (EPS), a rendibilidade do ativo (ROA) ou a rendibilidade do capital próprio (ROE), de modo a tornar o MVA uma ferramenta mais eficiente no apoio à tomada de decisão.

### 3. ENQUADRAMENTO

Esta seção encontra-se dividida em três partes. Na primeira parte, consta a origem da Coca-Cola Co. e o panorama atual da empresa. Os dados utilizados foram retirados do *website* oficial da empresa, consultado a 21 de junho de 2019.

A segunda parte é constituída pela análise estratégica onde constam os objetivos da empresa, a análise do posicionamento estratégico e a análise *SWOT*. Para o desenvolvimento deste tópico, as fontes utilizadas foram o relatório anual de 2018 da Coca-Cola Co., bem como informações do *website* da empresa, do relatório da indústria e da análise *SWOT* desenvolvidos pela *MarkeLine*.

Já a terceira parte contém a análise financeira histórica baseada nas DF do período de 2014 a 2018, bem como outros dados históricos da Coca-Cola, provenientes da *New York Stock Exchange* (NYSE).

### *3.1. Evolução da Coca-Cola Co.*

Em 1886, o farmacêutico Jonh Permberton criou a primeira bebida concentrada com o intuito de solucionar problemas de digestão, dor de cabeça e falta de energia. O produto foi comercializado na farmácia Jacobs até 1891, data em que se fundou a Coca-Cola Co.. Em 1897, a empresa iniciou o seu processo de internacionalização e, dois anos depois, assinou o primeiro acordo para engarrafar bebidas. Nessa altura, a Coca-Cola Co. fornecia o concentrado e os seus parceiros elaboravam, distribuíam e comercializavam a bebida. No início do século XX, a empresa já contava com mais de 400 fábricas que engarrafavam a bebida. Em 2015, a empresa possuía 25,7% da quota de mercado, a nível mundial, sendo líder de mercado. Atualmente, a Coca-Cola Co. conta com mais de 24 milhões de pontos de venda, está presente em mais de 200 territórios e vende 1.900 milhões de unidades por dia, dando emprego a mais de 71.000 pessoas em todo o mundo.

### *3.2. Análise Estratégica*

Segue-se o enquadramento estratégico da empresa, onde constam a análise de posicionamento estratégico, a análise *SWOT* e outras informações úteis que permitirão enquadrar melhor a posição e evolução financeira da Coca-Cola Co..

#### *3.2.1. Análise de Posicionamento Estratégico*

A Coca-Cola Co. tem como objetivos rentabilizar os seus ativos e acelerar o seu crescimento de forma a tornar-se cada vez mais competitiva e assim criar valor para os acionistas. Para tal, investe constantemente na sua cadeia de valor, procurando satisfazer as necessidades dos seus clientes. A empresa investe também nas pessoas e na comunidade, pois considera que estas estão no centro da sua cadeia de valor.

Quanto aos produtos, a Coca-Cola Co. possui mais de 500 marcas diferentes, dividindo os produtos em diferentes categorias, nomeadamente refrigerantes com e sem gás, bebidas energéticas, chás e cafés prontos a beber, água e bebidas desportivas, bebidas de fruta, laticínios e leites vegetais. Dentro destas categorias as marcas que mais se destacam são a Coca-cola, a *Diet Coke*, a Fanta, a *Sprite*, a *Fuze Tea*, a *Powerade*, a



*Minute Maid*, a *Dasani* e a *Georgia coffee*. Além destes produtos finais, a Coca-Cola Co. também oferece concentrados e xaropes que são engarrafados, distribuídos e comercializados pela própria empresa ou pelos seus parceiros.

A Coca-Cola Co. é a maior produtora e distribuidora de bebidas a nível mundial. Possui mais de 800 fábricas espalhadas pelo mundo e conta com uma vasta rede de parceiros em sistema de *franchising*.

### 3.2.2. Análise SWOT

Com o objetivo de realizar um diagnóstico estratégico, foi concebida uma matriz SWOT, adaptada de MarketLine (2019), em que se analisam as forças e fraquezas internas da Coca-Cola Co., bem como as oportunidades e ameaças do seu ambiente externo que podem em conjunto condicionar a estratégia da empresa (Tabela III).

TABELA III– ANÁLISE SWOT

Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marca Internacionalmente conhecida;</li> <li>• Sistema de engarrafamento e distribuição eficiente;</li> <li>• Constante inovação e diversificação.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baixo desenvolvimento de mercado;</li> <li>• Falhas no controlo de qualidade.</li> </ul>
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mudanças de hábitos alimentares;</li> <li>• Colaborações estratégicas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Escassez de água;</li> <li>• Fortes regularizações;</li> <li>• Intensa competição;</li> <li>• Diminuição do consumo de refrigerantes.</li> </ul>

Fonte: Adaptado de MarketLine (2019)

Como forças internas a Coca-Cola Co. apresenta o reconhecimento internacional da marca, sendo das mais valorizadas em todo o mundo. Em 2018, ocupou a quinta posição

no ranking da *Interbrand* com uma avaliação do valor da marca de 66.341 milhões de dólares<sup>5</sup>. À sua frente ficaram a Apple, a Google, a Amazon e a Microsoft.

Adicionalmente, uma outra força prende-se com a vasta rede de distribuição que permite distribuir os seus produtos em qualquer parte do mundo. De acordo com a *MarketLine*, em 2018, 64% das suas receitas resultaram da venda de concentrados e xaropes, ou seja, foram geradas através do seu sistema de *franchising*. Os restantes 36% resultaram de produtos finais.

Uma terceira força está associada ao investimento constante em inovação e diversificação de produtos realizado pela Coca-Cola Co. resulta em mais de 5.000 produtos diferentes de diferentes marcas e sabores que a empresa desenvolveu para responder às necessidades do seu público-alvo.

Relativamente às fraquezas, importa referir que, atualmente, a Coca-Cola Co. só produz bebidas. Este facto pode ser visto como uma fraqueza, na medida em que a empresa não explora outros segmentos de mercado, ao contrário dos seus concorrentes<sup>6</sup>.

É possível ainda apontar como fraqueza o facto de a empresa ter retirado os seus produtos do mercado várias vezes, ao longo de 2018, devido à falta de cumprimento de requisitos de qualidade. Efetivamente, em março, a empresa retirou mais de 766.000 embalagens de bebidas em lata devido às bordas afiadas passíveis de causar ferimentos aos consumidores. Já em outubro, a Coca-Cola Co. teve novamente de retirar as garrafas de Iced Tea devido a defeitos na qualidade do produto. Além de se refletirem nos custos, estas práticas têm um impacto negativo na imagem da marca na medida em que diminuem a confiança dos consumidores nos produtos da empresa, o que pode afetar o crescimento da empresa.

Em termos de oportunidades presentes no mercado externo, a estratégia da Coca-Cola Co. passa por utilizar as aquisições como forma de criar novas oportunidades. Assim, em 2018, adquiriu a Costa Coffee Ltd – multinacional inglesa especializada na produção e café – e a Chi Ltd – líder nigeriana na comercialização de laticínios, sumos e *snacks*. Em

---

<sup>5</sup> Este valor pode ser encontrado no website da *Interbrand* - <https://www.interbrand.com/best-brands/best-global-brands/2018/ranking/cocacola/>

<sup>6</sup> Além de estar presente na indústria de bebidas, a sua maior concorrente - Pepsi Co. – também produz *snacks*. As marcas mais conhecidas são a Lays e a Kuskure.

resultado destas aquisições, a Coca-Cola Co. introduziu novos produtos nestes mercados, diversificando o seu portfólio e solidificando a sua presença em diferentes geografias.

Uma outra oportunidade prende-se com a alteração dos padrões de escolha dos consumidores. Ao mesmo tempo que têm diminuído o consumo de refrigerantes, estes têm optado por bebidas naturais, sem açúcar adicionado, em detrimento de produtos ricos em açúcar e calorias. Esta mudança nos hábitos alimentares pode ser vista como uma ameaça, mas na verdade esta realidade abre uma janela de oportunidade. A Coca-Cola Co. poderá explorar outros segmentos de mercado, tal como tem vindo a fazer com o desenvolvimento de produtos sem açúcar e baixos em calorias ou com os sumos 100% fruta, direcionando a sua estratégia para outros segmentos de mercado.

No que concerne as ameaças, refere-se a escassez de água por ser a matéria-prima mais utilizada na produção de bebidas. Segundo as Nações Unidas (2016), quase um quinto da população mundial vive em áreas de escassez de água e outros 500 milhões de pessoas estão a aproximar-se da mesma situação. O facto deste bem ser cada vez mais escasso e de haver uma crescente preocupação com a gestão deste recurso, pode consistir numa ameaça para a Coca-Cola Co., na medida em que torna possível a ocorrência de cenários como a limitação da quantidade máxima a consumir ou o aumento do preço deste bem, cenários estes que afetariam diretamente as vendas e os custos de produção da empresa.

Por ser uma multinacional, a empresa está sujeita às regularizações de diferentes países e organismos. Este facto é, igualmente, considerado uma ameaça já que expõe a empresa a riscos não controláveis. A título de exemplo, pode mencionar-se as políticas protecionistas recentemente aplicadas no EUA que fizeram aumentar o preço do aço e alumínio importados da China. Outro exemplo é a aplicação de taxas e impostos mais elevados em produtos ricos em açúcar por parte de alguns governos.

É de referir, ainda como ameaça, a forte competição que se faz sentir dentro do sector de bebidas não alcoólicas. O principal concorrente da Coca-Cola, Co. é a Pepsi Co. que apresenta um volume de vendas superior ao da Coca-Cola Co., devido à sua oferta mais variada. Para além da Pepsi Co, outros concorrentes da Coca-Cola Co. são a Nestle SA, Danone SA, Unilever PLC, The Kraft Heinz Co., Mondelez International, Inc., National Beverage Corp., ConAgra Brands, Inc, e Dr Pepper Snapple Group.

### 3.3. Análise Financeira Histórica

Pela análise das demonstrações financeiras entre 2014 e 2018, é possível verificar que as vendas da Coca-Cola Co. têm vindo a decrescer ano após ano, sendo que em 2018 ascenderam a 31.856 milhões de dólares, representando um decréscimo de 10,04% em relação ao ano anterior (Tabela IV).

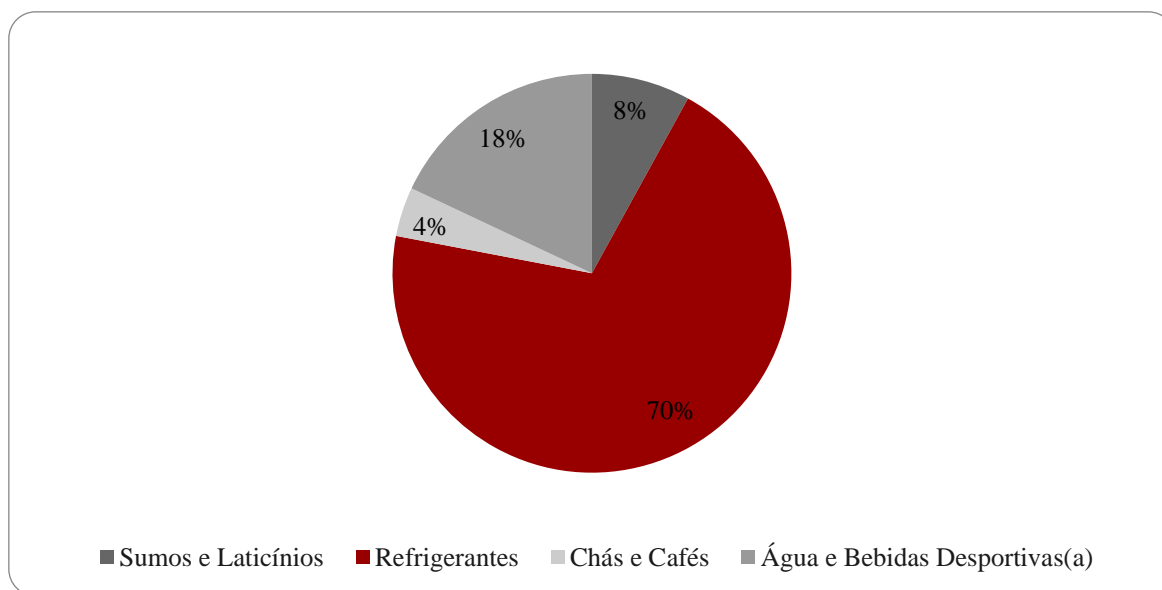
TABELA IV – EVOLUÇÃO DAS VENDAS

Ano	2014	2015	2016	2017	2018
Vendas (em milhões de \$)	45 998	44 294	41 863	35 410	31 856
Variação anual	-	-3,70%	-5,49%	-15,41%	-10,04%

Fonte: Adaptado das demonstrações dos resultados (2014-2018) da Coca-Cola Co. extraídas da NYSE

Esta diminuição nas vendas deve-se principalmente a uma das fraquezas anteriormente mencionadas na análise *SWOT*, nomeadamente a diminuição do consumo de refrigerantes. É verdade que a Coca-Cola Co. tem apostado na produção de outros produtos; contudo, 70% das receitas ainda são geradas pela venda dos refrigerantes com gás (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Vendas da Coca-Cola Co. de 2017 repartidas por produtos



(a) As bebidas energéticas foram excluídas da análise

Fonte: Relatório de revisão anual de 2017 da Coca-Cola Co.

Contudo, importa salientar que o período utilizado nesta análise (2014-2018) coincide com um processo de reestruturação da empresa que evitou uma queda maior nas receitas gerais pela diminuição no consumo de refrigerantes. Por um lado, a aposta na venda de outros produtos distintos dos refrigerantes tradicionais e, por outro lado, a comercialização, ao mesmo preço, de embalagens menores e o aumento do investimento em *marketing*.

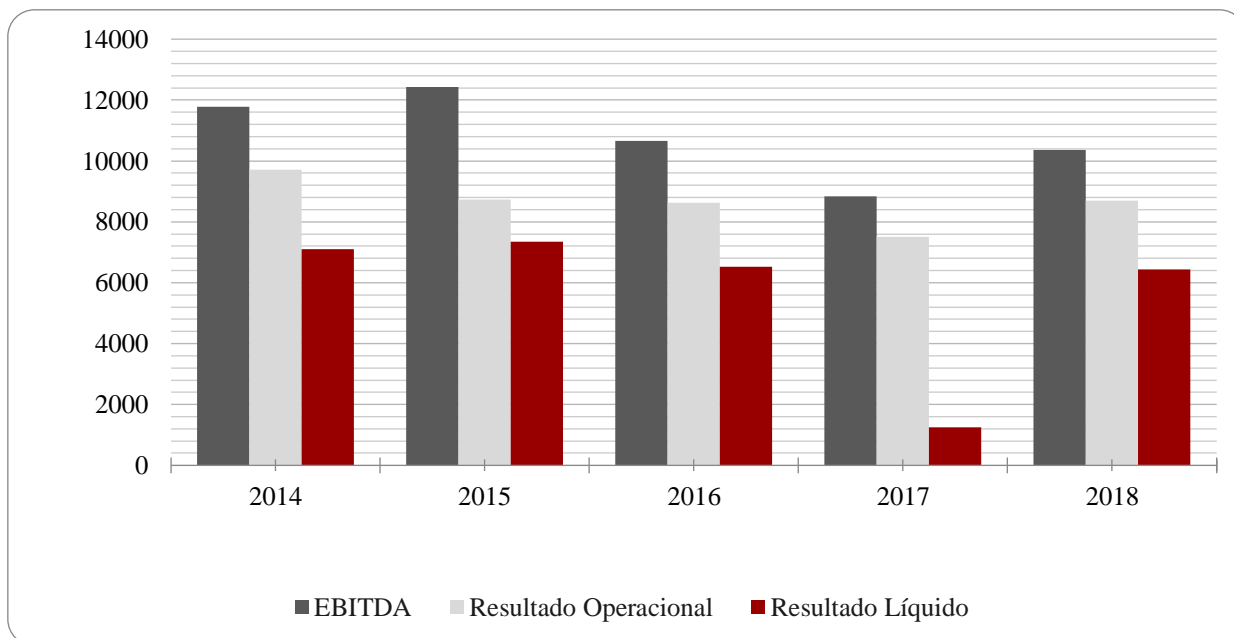
Além de preocupações com as receitas, a Coca-Cola Co. tem também vindo a trabalhar na diminuição de custos. Neste contexto, James Quincy, atual CEO da empresa, referiu que, no período 2017-2018, a Coca-Cola Co. se encontra numa fase de reestruturação ao nível da execução dos processos e do sistema de *franchising*.<sup>7</sup> O pico de investimento associado a esta reestruturação foi em 2017, o que se refletiu no resultado líquido da empresa naquele ano (Gráfico 2). Ainda em 2017, a empresa suportou um elevado montante em impostos devido a uma reforma fiscal, o que afetou significativamente o RL desse ano. Por este motivo, todos os indicadores que têm o RL como base sofreram acentuados desvios nesse ano. A empresa tem também vindo a reorientar a sua estratégia, dando prioridade ao desenvolvimento de novos produtos, o que conduziu à alienação das suas empresas de engarrafamento.

Estas práticas têm surtido efeito, na medida em que a empresa tem conseguido aumentar as margens operacionais, ano após ano, tendo atingido um resultado operacional de cerca de 8.700 milhões de dólares em 2018.

Gráfico 2 – Evolução do EBITDA, do R. Operacional e do R. Líquido

---

<sup>7</sup> Entrevista a James Quincy, *Nightly Business Report* a 10/02/2017.



Fonte: MarketLine (2018)

Desta forma, em 2018, o seu resultado operacional (RO) atingiu os 27,31%, valor que excedeu o do ano anterior em mais de 5 pontos percentuais. Esta melhoria na *performance* operacional resulta das práticas anteriormente mencionadas que permitiram uma melhor gestão de custos por parte da empresa. Esta melhoria também se reflete na diminuição dos gastos operacionais que passaram a representar 72,69% das vendas em 2018 (em vez de 78,82% em 2017). É ainda possível verificar uma evolução idêntica à nível do resultado líquido (RL) que, após uma queda acentuada em 2017, passou de 3,52% para 20,2% das vendas em 2018, o valor mais elevado dos últimos 5 anos (Tabela V).

TABELA V— EVOLUÇÃO DOS GASTOS, R. OPERACIONAL E R. LÍQUIDO

Ano	2014	2015	2016	2017	2018
Vendas (1)	\$45 998	\$44 294	\$41 863	\$35 410	\$31 856
G. Operacionais (2)	\$36 290	\$35 566	\$33 237	\$27 909	\$23 156
(2)/(1)x100%	78,89%	80,30%	79,39%	78,82%	72,69%
Resultado Operacional	\$9 708	\$8 728	\$8 626	\$7 501	\$8 700
% Variação anual - R. Operacional	21,11%	19,70%	20,61%	21,18%	27,31%
Resultado Líquido	\$7 098	\$7 351	\$6 527	\$1 248	\$6 434
% Variação anual - R. Líquido	15,43%	16,60%	15,59%	3,52%	20,20%

Fonte: Adaptado das demonstrações dos resultados da Coca-Cola Co. (2014-2018) extraídas da NYSE

Em termos de rentabilidade operacional, é possível constatar um aumento muito significativo no ROE. De facto, em 2017 o retorno do investimento para os acionistas foi de apenas 7,3%, enquanto que em 2018 subiu para 37,9% (Tabela VI). O reduzido valor

deste rácio em 2017 é consequência do RL do período, enquanto que a sua recuperação em 2018 demonstra uma utilização mais eficiente do capital próprio.

TABELA VI– EVOLUÇÃO DO ROE

Ano	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	23,41%	28,77%	28,30%	7,31%	37,89%

Fonte: Adaptado das demonstrações dos resultados da Coca-Cola Co. (2014-2018) extraídas da NYSE

Da mesma forma, verifica-se uma evolução semelhante no que toca ao ROA, que, em 2017, atingiu o valor mínimo de 1,42%, nos 5 anos, voltando a crescer em 2018 (Tabela VII). Constata-se ainda que o valor dos ativos tem vindo a decrescer, o que se encontra alinhado com a estratégia de desinvestimento em empresas de engarrafamento mencionada anteriormente.

TABELA VII– EVOLUÇÃO DO ROA

Ano	2014	2015	2016	2017	2018
Total em Ativo	\$92 023	\$90 093	\$87 270	\$87 896	\$83 216
ROA	7,71%	8,16%	7,48%	1,42%	7,73%

Fonte: Adaptado das demonstrações dos resultados da Coca-Cola Co. (2014-2018) extraídas da NYSE

Passando para a análise dos múltiplos, verifica-se que a Coca-Cola Co. esteve sempre acima do setor e da concorrência, com especial destaque para o ano de 2017, onde o *Price to Earnings Ratio* (PER) da empresa correspondeu a 150,54 (Apêndice 1). Mais uma vez, este valor deve-se ao RL de 2017, já que o RL por ação foi muito baixo, o que resultou num PER elevado. Contudo, o PER caiu drasticamente, em 2018, pois neste ano o RL retornou aos seus valores habituais. Note-se que ainda que tenha caído em 2018, o PER da Coca-Cola Co. manteve-se acima do mercado e da concorrência.

Pelo contrário, o *Price to Book Value*<sup>8</sup> (PBV), que resulta da relação entre o valor de mercado e valor contabilístico da empresa, apresentou um valor inferior à concorrência e ao setor nos últimos 5 anos, mas ainda assim com um crescimento mais rápido (Apêndice 2). É de salientar que o crescimento constante do PBV pode ser explicado pela constante diminuição do total de ativo da empresa que resulta num valor contabilístico por ação cada vez menor, aumentando o PBV. O crescimento do PBV neste período

<sup>8</sup> Este múltiplo estabelece a relação entre o valor de mercado e valor contabilístico da empresa, dizendo em quantas vezes o valor de mercado é superior ao valor contabilístico.

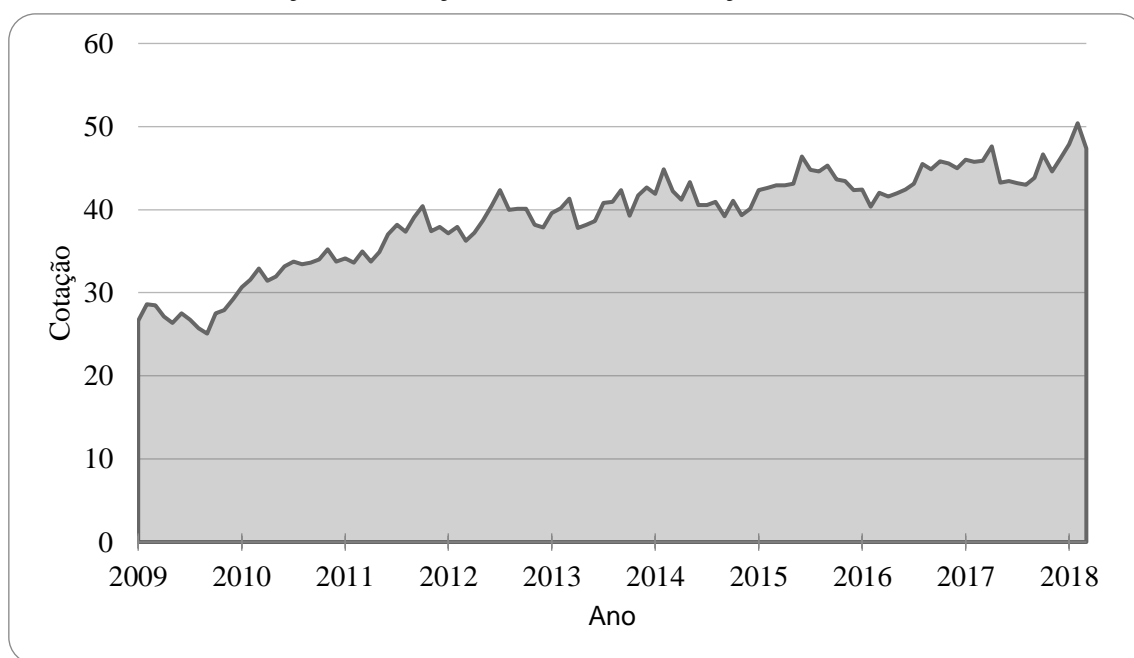
culminou num rácio de 11,55 em 2018, valor acima da concorrência (11,20) e do setor (11,39).

O Enterprise Value foi (EV) apresentou uma evolução estável no período de 2014 a 2018, com uma ligeira tendência de subida a médio prazo (Apêndice 3). Já em relação ao rácio EV/EBITDA, verifica-se que este múltiplo tem tido uma tendência de subida, apresentando apenas um ligeiro decréscimo em 2018 (Apêndice 4). Apesar disso, a Coca-Cola Co. manteve-se sempre acima dos seus competidores e da média da indústria de bebidas.

O preço das ações da Coca-Cola Co. apresenta uma tendência crescente, sendo que em 31 de dezembro de 2009 era de 28,50\$, tendo atingido os 47,35\$ no final de 2018 (Gráfico 3).

Finalmente, em relação à política de dividendos, a Coca-Cola Co. tem seguido a prática de aumentar o dividendo pago aos acionistas. Enquanto que em 2014, a empresa pagou 1,22\$ em dividendos por ação, em 2018 este valor subiu para 1.56\$, perfazendo o 56º aumento anual consecutivo deste valor.

Gráfico 3 – Evolução da Cotação de Mercado das Ações da Coca-Cola Co.



Fonte: Adaptado do *Yahoo Finance*



#### 4. METODOLOGIA

##### *4.1. Enquadramento metodológico*

Este trabalho visa comparar a qualidade da informação proveniente da aplicação do DCF e do MVA. Para isso, foram desenvolvidas as DF previsionais da Coca-Cola Co. e aplicados ambos os modelos. Os valores foram atualizados para o ano de 2018 e os resultados obtidos foram comparados com os valores de mercado a 31 de dezembro de 2018. Os dados históricos utilizados referem-se ao período entre 2014 e 2018 e a estimação foi realizada a 5 anos.

Os *drivers* utilizados na elaboração das demonstrações financeiras previsionais são os recomendados em McKinsey & Company, Inc., Copeland, Koller & Murrin (2000).

Para cálculo do FCF e aplicação do DCF utilizou-se a metodologia disposta em Berk, DeMarzo & Harford (2015), enquanto que na estimação do EVA<sup>®</sup> e do MVA se utilizou a metodologia seguida em Larrabee & Voss (2013).

Em termos de fontes utilizadas na pesquisa e obtenção de dados, as demonstrações financeiras e outros dados da empresa utilizados na aplicação dos modelos foram retirados da *New York Stock Exchange* e dos relatórios anuais da Coca-Cola Co., que podem ser encontrados no *website* da empresa. Os dados de mercado foram extraídos do *Yahoo Finance*, do relatório *Global Soft Drinks* da *MarketLine* (2016) e da *Bloomberg*.

##### *4.2. Demonstrações Financeiras Previsionais*

Na elaboração das demonstrações financeiras previsionais foi necessário estabelecer alguns pressupostos, nomeadamente em termos da evolução previsível do volume de negócios da Coca-Cola, Co.

De acordo com a *MarketLine*, é expectável que a indústria das bebidas, avaliada em 758.952,5 milhões de dólares em 2017, cresça 4,5% ao ano atingindo um valor de mercado de 944.376,5 milhões de dólares em 2022. Este crescimento previsto na indústria das bebidas é justificado pelo aumento do rendimento disponível nos países em desenvolvimento, pela rápida urbanização e pelo crescimento da classe média. Como consequência deste cenário otimista, a Coca-Cola Co. poderá ver as suas vendas aumentar. Para além desta estimativa de mercado, o *Yahoo Finance* também apresenta a

taxa de crescimento de 4,5% para a empresa, nos próximos 5 anos. Assim, apesar das vendas da Coca-Cola Co. terem decrescido no período histórico estudado em aproximadamente -8.78% ao ano, foram tidas em consideração as expectativas favoráveis de evolução do mercado e, neste trabalho, pressupõe-se que o volume de negócios da Coca-Cola, Co. irá crescer a 4,5% ao ano no período previsional. Para além dos dados previsionais da indústria, foram levados em conta o facto de se tratar da empresa líder de mercado, a sua capacidade de adaptação traduzida na reorientação estratégica para outros públicos-alvo e o fim da sua fase de reestruturação em 2018.

Considerando um crescimento médio anual previsto de 4,5%, as vendas ascendem a 41.679 milhões de dólares em 2019 e no final do período de estimação explícita atingem o valor de 49.703 milhões de dólares (Tabela VIII).

TABELA VIII– PROJEÇÃO DA EVOLUÇÃO DAS VENDAS (2019-2023)

Demonstração dos Resultados					
Ano	2019	2020	2021	2022	2023
Vendas (1)	41 679	43 555	45 514	47 563	49 703
Tx de crescimento	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%

Fonte: Elaboração própria

O CMVMC anual foi estimado em função das vendas, pressupondo-se a manutenção de um rácio CMVMC/Vendas de 38,41%. Assim, a evolução estimada no período explícito para a margem bruta operacional mantém-se em 61,59% (Tabela IX).

TABELA IX– PROJEÇÃO DA EVOLUÇÃO DO CMVMC (2019-2023)

Demonstração dos Resultados					
Ano	2019	2020	2021	2022	2023
Vendas (1)	41 679	43 555	45 514	47 563	49 703
CMVMC (2)	16 011	16 731	17 484	18 271	19 093
(2)/(1)x100%	38,42%	38,41%	38,41%	38,41%	38,41%

Fonte: Elaboração própria

As restantes rubricas operacionais<sup>9</sup> da Demonstração dos Resultados (DR) previsional foram estimadas em função das vendas, respeitando a relação existente no período

<sup>9</sup> São consideradas operacionais, todas as parcelas que fazem parte ou que resultam da atividade central de uma empresa (McKinsey & Company, Inc. *et al.*, 2000).

histórico. Foram, assim, obtidos os custos administrativos, gerais e de vender, outros custos operacionais e os outros gastos administrativos para o período previsional.

Uma vez que a estimativa de gastos em D&A, bem como de gastos e rendimentos com juros, implicam a estimativa de rubricas de ativo e passivo, foi necessário estimar as rubricas de Balanço. Estas foram divididas em operacionais e não operacionais. Na estimativa das rubricas operacionais do ativo os *drivers* usados foram o volume de vendas ou o CMVMC, enquanto que as rubricas não operacionais do ativo foram estimadas com base na sua evolução histórica. Assim, os investimentos financeiros, outros investimentos, outros ativos, os ativos detidos para venda e os títulos negociáveis considerados não operacionais, foram estimados com base na taxa de crescimento histórica. Pelo contrário, os impostos diferidos, o imobilizado, o *goodwill* e outros ativos intangíveis, os clientes a receber e os gastos diferidos foram estimados em função das vendas, enquanto que os inventários foram estimados em função do CMVMC.

O próximo passo consistiu na estimação do passivo e do capital próprio. McKinsey & Company *et al.* (2000) recomendam que se estime o montante de resultados transitados com base no resultado líquido e a política de pagamento de dividendos. As restantes rubricas do capital próprio e de dívida devem crescer de forma constante em relação aos anos anteriores.

Como já foi referido no ponto 3.3. a Coca-Cola Co. tem aumentado anualmente o montante pago em dividendos por ação. De facto, os dividendos pagos aumentaram em 5,56% ao ano entre 2014 a 2018, pelo que esta taxa foi utilizada na estimação dos valores previsionais. De forma a que as demonstrações financeiras estimadas traduzam esta realidade, a variação nos resultados transitados foi adicionada ao resultado transitado do ano anterior e os resultados transitados estimados foram incorporados no capital próprio da empresa (Tabela X).

TABELA X – PROJEÇÃO DE DIVIDENDOS PAGOS

Passivo						
Ano	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Resultado Líquido (1)		7 793	8 202	8 569	8 952	9 357
Dividendos pagos (2)		7 014	7 404	7 816	8 251	8 710
Variação do Resultado Transitado (1)-(2)=(3)		779	798	753	701	647
Resultado Transitado	63 234	64 013	64 811	65 564	66 264	66 911

Fonte: Elaboração própria

As restantes rubricas não operacionais no capital próprio, foram obtidas através da taxa de evolução histórica.

Relativamente ao passivo, as rubricas de carácter operacional foram agrupadas na parcela de contas a pagar e despesas acumuladas e foram estimadas em função das vendas. Os valores estimados para o passivo corrente remanescente e para o passivo não corrente resultaram da evolução histórica, por não estarem relacionadas com a atividade operacional da empresa.

Depois de estimados os valores anteriores, estão reunidas todas as condições para a conclusão da demonstração dos resultados, com a estimação dos gastos em D&A e de juros. Em relação às D&A foi utilizada a média da relação entre os gastos anuais em D&A e os ativos fixos tangíveis e intangíveis de cada ano. Quanto aos juros a receber, estes dizem respeito aos ganhos que a Coca-Cola Co. teve em resultado de investimentos financeiros realizados em outras empresas. Uma vez que esta rubrica não é relevante para a aplicação dos modelos, e de forma a simplificar os cálculos, foi estimada com base na sua relação com as vendas.

Finalmente, os juros a pagar foram estimados em função da dívida do ano anterior. Para tal, determinou-se a proporção entre a dívida financeira total e o passivo total (Tabela XI).

TABELA XI – TOTAL EM DÍVIDA

Passivo					
Ano	2014	2015	2016	2017	2018
Dívida de Longo Prazo (1)	19 063	28 407	29 684	31 182	25 364
Outras Responsabilidades (2)	4 389	4 301	4 081	8 021	7 638
Empréstimos e Notas a Pagar (3)	19 130	13 129	12 498	13 205	13 194
Vencimentos Atuais da Dívida de Longo Prazo (4)	3 552	2 677	3 527	3 298	4 997
Dívida Financeira Total(1)+(2)+(3)+(4)=(5)	46 134	48 514	49 790	55 706	51 193
Passivo Total (6)	61 462	64 329	64 050	68 919	64 158
Proporção (5)/(6)	75,06%	75,42%	77,74%	80,83%	79,79%
<b>Proporção Média</b>	<b>77,77%</b>				

Fonte: Elaboração Própria

Obtida a proporção média, estimou-se o total de dívida financeira como função do passivo total para o período explícito de estimação. De seguida, estimaram-se os juros a

pagar de cada ano estimado (Tabela XII), em função da média da relação entre os juros de cada ano e o total em dívida financeira do ano anterior (1,68%).

TABELA XII – JUROS A PAGAR

Ano	Passivo					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Passivo Total (1)		74 361	77 381	80 451	84 212	89 273
Dívida Financeira Total (1) x 77,77% = (2)	51 193	57 828	60 177	62 564	65 489	69 425
Juros a Pagar (2)* x 1,68% = (3)		858	969	1 009	1 049	1 098

\*Dívida financeira total do ano anterior

Fonte: Elaboração própria

Para estimar os impostos a pagar, calculou-se a média da taxa de imposto suportada nos anos anteriores. Os dados de 2017 foram excluídos deste cálculo dado que, neste ano, entrou em vigor a Lei da reforma tributária, assinada a 22 de dezembro de 2017. Esta Lei alterou a forma como os EUA apuram o imposto sobre o rendimento coletivo às multinacionais, o que resultou num imposto de carácter único em 2017. Assim, a taxa média de imposto para os restantes 4 anos foi de 21,46% e foi usada para estimar os impostos entre 2019-2023, sob o pressuposto de que esta taxa se manterá contante durante este período.

As contas de caixa e equivalentes de caixa foram estimadas em função das vendas e os investimentos de curto prazo foram utilizados para garantir a equação fundamental do Balanço.

Após estimação de todas as rubricas, foi possível concluir a Demonstração dos Resultados previsional (Apêndice 5), os ativos previsionais (Apêndice 6) e os passivos e capitais próprios previsionais (Apêndice 7).

Terminadas as demonstrações financeiras previsionais, a próxima subsecção contempla a aplicação dos modelos de DCF e de MVA, após a estimação do WACC.

### 4.3. Aplicação dos Modelos

#### 4.3.1. WACC

Tal como foi mencionando no capítulo 2, o WACC é a taxa de desconto utilizada para atualizar os FCF e os EVA<sup>®</sup>. Por este motivo, esta seção do trabalho está dedicada ao seu cálculo. A base de dados utilizada para consulta foi a Damodaran *Online*, de onde foram

extraídos os dados necessários para o cálculo do  $K_e$ , nomeadamente, a taxa de juro sem risco ( $R_F$ ) e o risco sistemático. É de salientar que estes dados se referem ao setor de bebidas não alcoólicas e não à Coca-Cola Co. em concreto. Contudo, assume-se que esses dados são uma aproximação à realidade da empresa, dado tratar-se da média da indústria em que a mesma se encontra inserida. Já o beta da ação da empresa ( $\beta$ ) foi retirado do *Yahoo Finance*.

O  $\beta$  encontrado foi de 1,039. Já o  $R_F$  considerado foi a taxa de juro de cupão de uma obrigação de tesouro americano, a 10 anos, que ascendeu a 2,68% e o risco sistemático do mercado ascendeu a 8,31%. Estes valores totalizam um  $K_e$  de 9,37%. Por seu lado, o  $K_d$  foi retirado da *New York Stock Exchange* com base nos dados da Coca-Cola Co. e ascendeu a 2,11%, em 2018.

Para o cálculo do valor de mercado do capital próprio da Coca-Cola Co., em 2018, foi utilizado a capitalização bolsista, resultante do produto entre o valor da ação a 31 de dezembro (\$47,35) pelo total de ações em circulação (4.275.340.031). O valor de mercado do capital próprio da empresa foi de 202.437,35 milhões de dólares.

A última parcela do WACC a estimar é o valor de mercado da dívida. Com base nas instruções de Damodaran em *Estimating market value of debt*<sup>10</sup> e uma vez que a Coca-Cola Co. possuía dívidas bancárias que, pela sua natureza, não estavam em circulação no mercado, considerou-se que toda a dívida contabilística da empresa dizia respeito a uma obrigação única com cupão  $C$  igual às despesas com juros, com um vencimento a  $t$  anos, atualizado ao custo da dívida  $K_d$  e um valor futuro  $FV$  equivalente à dívida financeira total (Equação 9).

$$(9) \quad \text{Valor de Dívida de Mercado} = c \left( \frac{1 - \frac{1}{(1+K_d)^t}}{K_d} \right) + \frac{FV}{(1+K_d)^t}.$$

Neste caso, o valor futuro  $FV$  ascendeu a 51.193 milhões de dólares, o  $C$  a 919 milhões de dólares, o  $K_d$ , retirado da *Bloomberg*, a 2,11%. Quanto ao  $t$ , a maturidade média da dívida em 2018 ascendia a 19 anos (Coca-Cola Co., 2018). O valor de mercado da dívida apurado foi de 50.435,74 milhões de dólares.

<sup>10</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/mktvalofdebt.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/mktvalofdebt.htm), consultado a 12 de setembro de 2019.

A taxa de imposto considerada foi ajustada devido ao imposto único suportado em 2017 pelos motivos anteriormente mencionados na seção 4.2.3., ascendendo a 29,55%.

Desta forma, chegou-se a um WACC de 7,14% para o ano de 2018.

#### 4.3.2. Discounted Cash Flow

Para a estimação do valor da empresa através do método dos fluxos de caixa descontados (DCF), foram calculados os FCF para cada ano de estimação, com base no EBIT, no imposto sobre o resultado, nas D&A, no *CapEx* e nos investimentos em NFM.

O EBIT e as D&A são os que constam na demonstração dos resultados e os impostos foram calculados em função do EBIT, permitindo apurar o resultado não alavancado, ou seja, o resultado líquido da empresa se esta fosse 100% financiada por capitais próprios (Tabela XIII).

TABELA XIII – EBIT, IMPOSTOS E DEPRECIAÇÕES E AMORTIZAÇÕES

Ano	DCF				
	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT (1)	9 152	9564	9994	10444	10914
Imposto = 21,46% (2)	1 964	2 053	2 145	2 241	2 342
Resultado não Alavancado (1) - (2) =(3)	7 188	7 511	7 849	8 203	8 572
Depreciação e Amortização (4)	1 675	1751	1829	1912	1998

Fonte: Elaboração Própria

No seu relatório anual de 2018, a Coca-Cola disponibiliza a informação de quanto investiu, anualmente, em *CapEx*. Além disso, a empresa acrescenta que, em 2019, o montante previsto a ser despendido em *CapEx* seria de aproximadamente 2.000 milhões de dólares e que pretendia continuar a aumentar este valor através de novas aquisições<sup>11</sup>. Uma vez que foi em 2017 que se iniciou a reestruturação e a empresa pretende continuar a investir a esse ritmo, estimou-se o *CapEx* em função da taxa de crescimento anual entre 2017 e 2019, admitindo que a previsão da empresa para 2019 se concretiza. Assim, obteve-se uma taxa de crescimento de 9,27% ao ano (Tabela XIV).

<sup>11</sup> Relatório anual da Coca-Cola Co. (2018, pp. 61)

TABELA XIV – PROJEÇÃO DO CAPEX

DCF										
Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CapEx	2 406	2 553	2 262	1 675	1 347	2 000	2 185	2 388	2 609	2 851

Fonte: Elaboração própria

Quanto às NFM, calculou-se a diferença entre o ativo operacional corrente e o passivo operacional corrente, o que resultou no fundo de maneio. As NFM foram obtidas através da diferença entre o fundo de maneio de um determinado ano e o fundo de maneio do ano anterior (Tabela XV).

TABELA XV – NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO

DCF					
Ano	2019	2020	2021	2022	2023
Adiantamentos (1)	2 552	2 667	2 787	2 912	3 043
Caixa Operacional (2)	834	871	910	951	994
Clientes a receber (3)	4 071	4 254	4 445	4 645	4 854
Inventários (4)	3 353	3 276	3 086	2 484	2 206
<b>Ativo Operacional (1)+(2)+(3)+(4) = (5)</b>	<b>10 810</b>	<b>11 068</b>	<b>11 228</b>	<b>10 992</b>	<b>11 097</b>
Contas a pagar e despesas Acumuladas (6)	9 778	10 218	10 677	11 158	11 660
Estado e Outros Entes Públicos (7)	421	438	455	476	505
<b>Passivo Operacional (6)+(7) = (8)</b>	<b>10 198</b>	<b>10 655</b>	<b>11 133</b>	<b>11 634</b>	<b>12 165</b>
<b>Fundo de Maneio (5) - (8) = (9)</b>	<b>610</b>	<b>412</b>	<b>95</b>	<b>-641</b>	<b>-1 068</b>
<b>Necessidades em Fundo de Maneio</b>	<b>1 159</b>	<b>-198</b>	<b>-317</b>	<b>-737</b>	<b>-426</b>

Fonte: Elaboração própria

Desta forma, estão reunidas as condições para calcular os FCF estimados (Tabela XVI).

TABELA XVI – FREE CASH FLOWS ESTIMADOS

DCF					
Ano	2019	2020	2021	2022	2023
FCF	5 704	7 274	7 608	8 242	8 144

Fonte: Elaboração própria

Com base em Berk *et al.* (2015), estimou-se o valor residual (Equação 10).

$$(10) \quad VR_t = \frac{FCF_{t+1}}{r - g} = \frac{FCF_t(1+g)}{r - g}, \text{ onde}$$

r – Taxa de custo de capital



g – Taxa de crescimento constante

A taxa de crescimento constante dos FCF perpétuos (g) assumida foi de 3,3%. Por traduzir o crescimento da economia mundial, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (2019), esta taxa foi a mais indicada para estimar o crescimento futuro da empresa, dado que a Coca-Cola Co. é uma empresa multinacional e, portanto, encontra-se em todo o mundo.

De seguida, passou-se à estimação do *enterprise value*, mediante o desconto dos FCF à taxa WACC. Este último ascendeu a \$256.237,74 milhões, sendo \$36.867,46 milhões referentes ao valor explícito e os restantes \$219.370,27 milhões referentes ao valor residual. Ao *enterprise value* foi somado o montante em caixa e subtraído o montante em dívida, obtendo-se o DCF de \$221.608,74.

O valor intrínseco de cada uma das 4.275.340.031 ações estimado pelo método do DCF ascendeu a \$51,83.

#### 4.3.3. Market Value Added

O Capital Investido (CI) consiste no montante utilizado para financiar a atividade operacional. No seu cálculo, foram consideradas as dívidas não operacionais correntes e não correntes, os impostos diferidos, a variação nas perdas por imparidade em dívidas a receber, os resultados acumulados líquidos de impostos (Tabela XVII). Todos os valores foram extraídos da *New York Stock Exchange* e confirmados com os valores do relatório anual de cada ano.

TABELA XVII – CAPITAL INVESTIDO

Ano	2019	2020	2021	2022	2023
Vencimentos atuais da dívida de longo prazo (1)	3 755	3 651	3 846	3 909	5 532
Dívida de longo prazo (2)	26 740	28 275	28 249	27 962	28 818
<b>Total de dívidas reportadas (1) + (2) = (3)</b>	<b>30 495</b>	<b>31 926</b>	<b>32 095</b>	<b>31 871</b>	<b>34 350</b>
Impostos diferidos líquidos (4)	-545	-572	-600	-626	-647
Perdas por imparidade em dívidas a receber (5)	455	475	496	519	542
<b>Equital e Equivalentes (4) + (5) = (6)</b>	<b>-91</b>	<b>-97</b>	<b>-103</b>	<b>-107</b>	<b>-105</b>
RL atribuível aos acionistas da Coca-Cola (7)	23 064	21 812	21 592	21 956	22 585
Outros resultados acumulados liq. de impostos (8)	10 055	10 911	11 058	11 029	11 173
RL atribuível aos interesses minoritários (9)	918	1 054	1 222	1 435	1 341
<b>Capital próprio ajustado atribuído aos acionistas (7) + (8) + (9) = (10)</b>	<b>34 037</b>	<b>33 777</b>	<b>33 872</b>	<b>34 420</b>	<b>35 099</b>
<b>Capital Investido (3) + (6) + (10) = (11)</b>	<b>64441</b>	<b>65606</b>	<b>65864</b>	<b>66184</b>	<b>69345</b>

Fonte: Elaboração própria

No cálculo do NOPLAT, foram tidos em conta os rendimentos gerados pela atividade operacional com alguns ajustamentos. Estes ajustamentos passaram pela (i) desconsideração dos gastos financeiros, dado que estes dizem respeito às remunerações dos detentores de capital alheio, (ii) agregação de todos os rendimentos resultante das rubricas englobadas no capital investido e (iii) correção dos impostos em relação ao resultado final. Assim, ao resultado operacional adicionou-se a depreciação e a amortização, a variação em impostos diferidos, a variação nas perdas por imparidade em dívidas a receber e os impostos ajustados (Tabela XVIII).

TABELA XVIII – NOPLAT ESTIMADO

Ano	2019	2020	2021	2022	2023
Resultado Operacional (1)	\$9 152	\$9 564	\$9 994	\$10 444	\$10 914
Variação em Impostos diferidos líquidos (2)	\$1 744	-\$26	-\$28	-\$26	-\$21
Arrendamentos operacionais (3)	\$667	\$599	\$569	\$543	\$541
Variação nas perdas por imparidade em dívidas a receber (4)	-\$34	\$20	\$21	\$22	\$23
<b>Resultado Operacional ajustado antes de Impostos (1) + (2) + (3) + (4) = (5)</b>	<b>\$8 041</b>	<b>\$10 210</b>	<b>\$10 613</b>	<b>\$11 036</b>	<b>\$11 499</b>
Imposto = 21,46%	-\$1 726	-\$2 191	-\$2 278	-\$2 368	-\$2 468
<b>NOPLAT</b>	<b>\$6 315</b>	<b>\$8 019</b>	<b>\$8 335</b>	<b>\$8 668</b>	<b>\$9 031</b>

Fonte: Elaboração própria

Com os NOPLAT e os CI estimados, procedeu-se ao cálculo do ROIC para o período de estimação explícita e calculou-se o EVA<sup>®</sup> de cada ano usando como custo de capital o WACC (Tabela XIX).

TABELA XIX – ROIC E EVA<sup>®</sup> ESTIMADOS

Ano	2019	2020	2021	2022	2023
Roic	9,80%	12,22%	12,66%	13,10%	13,02%
EVA	\$1 717	\$3 337	\$3 636	\$3 945	\$4 084

Fonte: Elaboração Própria

Por fim, foi estimado o valor atualizado dos diferentes EVA<sup>®</sup> para o ano de 2018. Para o efeito, foi calculado o valor residual (Equação 11).

$$(11) \quad RV_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \times \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}, \text{ onde:}$$

RONIC – taxa de rendibilidade esperada do novo capital investido

O  $NOPLAT_{t+1}$  considerado correspondeu ao valor obtido pressupondo a evolução à taxa de evolução média dos NOPLAT nos últimos 10 anos (2014 a 2023), totalizando os \$9.358,19. O mesmo raciocínio foi utilizado no cálculo o RONIC que ascendeu a 16,10%.

Após o desconto dos EVA<sup>®</sup> obteve-se o EV de \$216.744,30 milhões, em que \$21.239,50 milhões são referentes ao valor explícito e os restantes \$195.504,80 milhões são referentes ao valor residual. Ao EV foi somado o montante em caixa e subtraído o montante em dívida, obtendo-se o MVA de \$182.115,30.

O valor intrínseco das ações estimado pelo método do MVA ascendeu a \$42,60.

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 5.1. DCF vs. MVA

O valor intrínseco obtido na aplicação do DCF ascendeu a \$51,83, ao passo que na aplicação do MVA obteve-se um valor de \$42,60, totalizando uma diferença de \$9,24 entre os dois valores.

A aplicação dos modelos foi efetuada com base nas mesmas demonstrações financeiras previsionais e tendo em consideração o mesmo período de estimação (5 anos). Contudo, apesar de terem sido aplicados à mesma entidade, mediante assunção de pressupostos iguais e da utilização da mesma taxa de desconto e de crescimento perpétuo, os resultados não suportam o princípio defendido em Damodaran (2006) de que os dois modelos devam coincidir, pois os valores obtidos distam consideravelmente um do outro.

Existem diferentes fatores que podem ter contribuído para estes resultados. Tal como mencionado na literatura, Courteau *et al.* (2001) referem que a diferença entre os valores resultantes da aplicação dos dois modelos se deve à maneira como o valor residual é estimado. Este poderá ter sido um dos fatores a ter em conta neste resultado, uma vez que, como se pode verificar na seção 4.3.2. e 4.3.3., a maneira como são obtidos é diferente.

Além disso, o facto de serem exigidos diferentes ajustamentos para o cálculo dos EVA<sup>®</sup> de cada ano, pode ter incluído (ou excluído) algum valor operacional (ou não operacional), respetivamente, valores estes que podem não ter sido tratados da mesma forma no cálculo dos FCF.

A diferença encontrada também pode ser explicada pelo facto de terem sido utilizados duas metodologias distintas de diferentes autores para o cálculo do DCF e do MVA.

É necessário ainda salientar que o número de ajustamentos e pressupostos considerados na aplicação do MVA é bastante superior aos da aplicação do DCF, indo de encontro com o que foi afirmado por Walbert (1994). Porém, com a aplicação do MVA, facilmente se consegue perceber quando é que a Coca-Cola Co. rentabilizou mais os seus ativos ou em que anos criou mais ou menos valor. Assim, é possível afirmar que se prevê um desempenho superior dos capitais investidos para 2022 e uma criação de valor económico sempre crescente ao longo do período previsional.

### *5.2. DCF & MVA vs. Mercado*

Para avaliar a qualidade dos resultados dos dois modelos, procedeu-se à comparação com os valores de mercado.

A 31 de dezembro de 2018, cada ação da Coca-Cola Co. valia \$47,35. Este valor encontra-se mais próximo do valor intrínseco estimado para 2019 pelo DCF (\$51,83) do que o estimado pelo MVA (\$42,60).

Os resultados obtidos apontam evidências de maior qualidade de estimação por parte do DCF, uma vez que este modelo apresentou apenas uma diferença de \$+4,48 face ao mercado, enquanto que o MVA apresentou uma diferença de \$-4,75. Desta forma, é possível verificar que o MVA subavaliou o preço das ações em 10,04%, enquanto o DCF o sobreavaliou em 9,47%.

É ainda de salientar que apesar de o resultado obtido, mediante aplicação do DCF estar mais próximo do valor a ação da Coca-Cola Co., o resultado obtido pela aplicação do MVA dista em mais \$0,27, não sendo, esta variação, considerada significativa.

Adicionalmente, foi realizada uma análise de sensibilidade ao valor intrínseco em função da variação do WACC e da taxa de crescimento das vendas, para os dois modelos, de maneira a dar mais robustez aos resultados encontrados e aos pressupostos assumidos.

A análise sugere que os valores obtidos pela aplicação do MVA são mais sensíveis às variações do WACC do que às variações no volume de negócios, sendo que a variação em um ponto percentual no WACC resulta em variações do MVA muito superiores do que a variação em um ponto percentual nas vendas (Tabela XX).

TABELA XX – ANÁLISE DE SENSIBILIDADE - MVA

MVA				
Cresc. Vendas	WACC			
		6,14%	7,14%	8,14%
	0%	\$46,99	\$33,05	\$24,55
	3.0%	\$55,17	\$39,23	\$29,56
	4.5%	\$59,61	<b>\$42,60</b>	\$32,29
	5.5%	\$62,72	\$44,95	\$34,19

Fonte: Elaboração Própria

Da mesma forma, o modelo estimação do DCF também se revela mais sensível a variações na estimativa de WACC. É possível ainda verificar que os valores do DCF estão mais próximos dos valores de mercado quando o WACC iguala os 8,31% (Tabela XXI).

TABELA XXI - ANÁLISE DE SENSIBILIDADE - DCF

DCF				
Cresc. Vendas	WACC			
		6,14%	7,14%	8,14%
	0%	\$50,02	\$36,68	\$28,80
	3.0%	\$63,02	\$46,48	\$36,71
	4.5%	\$70,13	<b>\$51,83</b>	\$41,03
	5.5%	\$75,11	\$55,58	\$44,05

Fonte: Elaboração Própria

Em geral, os resultados apresentados reforçam a ideia de que as ações da Coca-Cola Co. são bastantes sensíveis a estas variáveis, especialmente no WACC onde se pode observar um grande impacto no resultado final, levantando a hipótese de que a estimativa do WACC poderá ter sido o fator que levou a que os resultados dos dois modelos não coincidisse nem entre si nem com o valor de mercado.

## 6. CONCLUSÃO

Os métodos de criação de valor têm ganho notoriedade, pois permitem a avaliação da *performance* empresarial e a avaliação do valor de mercado da empresa (Taub, 2003).

A primeira conclusão prende-se com o facto de os resultados obtidos não suportarem o princípio de convergência, dado que os valores intrínsecos não coincidem (Shrieves & Wachowicz Jr, 2001; Damodaran, 2006). De facto, a avaliação proveniente da aplicação dos dois modelos à Coca-Cola, Co. dista consideravelmente uma da outra.

A segunda conclusão tem a ver com o reforço do MVA como método de avaliação do valor de mercado de uma empresa. O MVA é utilizado com mais frequência como indicador de *performance*, uma vez que quando aplicado incentiva o controlo de recursos, o crescimento da empresa e a ligação da gestão à estratégia, resultando na criação de riqueza para os acionistas (Tortella & Brusco, 2003). Assim, no processo de avaliação do valor de mercado de uma empresa os analistas financeiros optam, em regra, por outros métodos como o método dos múltiplos e o DCF, este último considerado como o melhor método de avaliação de empresas (Fernandez, 2007). Além disso, o MVA também é criticado enquanto método de avaliação do valor da empresa, pondo mesmo em causa a sua qualidade devido aos ajustamentos necessários para a sua aplicação (Kaplan & Ruback, 1994).

Contudo, neste trabalho, a superioridade do DCF em relação ao MVA não foi fundamentada. Apesar de o DCF ter permitido obter uma estimação do valor da Coca-Cola, Co. mais próxima do valor real de mercado, quando comparado com o resultado obtido pelo MVA, a diferença entre o valor obtido em cada modelo e o valor da ação foi consideravelmente pequena.

Desta forma, conclui-se que os resultados obtidos, apesar de serem mais favoráveis à utilização do DCF, não permitem a afirmação categórica de qual dos modelos permitem uma melhor avaliação do valor de mercado da empresa.

### *Limitações*

As maiores limitações sentidas na elaboração deste trabalho estiveram relacionadas com a definição dos pressupostos assumidos para a produção dos dados financeiros previsionais, devido à falta de acesso a informações internas sobre a estratégia futura da

empresa. Esta limitação foi ainda mais acentuada na aplicação no modelo de criação de valor (MVA) que exige que se disponha de dados internos da empresa. Para se proceder aos ajustamentos.

Além disso, esta limitação também foi sentida no cálculo do WACC, nomeadamente na obtenção do valor da dívida financeira, que obriga a utilização de dados que não e encontravam disponíveis.

## REFERÊNCIAS

- Abdeen, A. & Haight, T. (2002). A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies. *The Journal of Applied Business Research*, 18, 27-36.
- Berk, J., DeMarzo, P. & Harford, J. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance* (3 ed.). Cambridge: Pearson – Prentice Hall.
- Bhasin, M. L. (2013). Economic Value Added and Shareholders' Wealth Creation: Evidence from a Developing Country. *International Journal of Finance and Accounting*, 2(4), 185-198.
- Biddle, G., Bowen, R. & Wallace, J. (1996). Does EVA Beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting & Economics*, 301-336.
- Chari, L. (2009). *Measuring Value Enhancement through Economic Value Added: Evidence from Literature* (Vol. 15). India: IUP Journal of Applied Finance.
- Chen, S. & Dodd, J. (2001). Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant. *Journal of Managerial Issues*, 13(1), 65-86.
- Copeland, T. & Tufano, P. (2004). A Real-World Way to Manage Real Options. *Financial Analysis*, 82(3), pp. 90-99.
- Courteau, L., Kao, J. & Richardson, G. (2001). Equity Valuation Employing the Ideal versus Ad Hoc Terminal Value Expressions. *Contemporary Accounting Research*, 18(4), 625-61.
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation : Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2006). A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations & Trends in Finance*, 693-784.
- Feltham, G. & Ohlson, J. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- Fernandez, P. (2001). EVA, Economic profit and Cash value added do not measure shareholder value creation. *SSRN Electronic Journal*, 10.



- Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* (1 ed.). Spain: Elsevier Inc.
- Fernandez, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *SSRN Electronic Journal*, 26.
- Fernandez, P. (2013). Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation. *SSRN Electronic Journal*, 12.
- Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (6 ed.). New Jersey: McKinsey & Company.
- Gregory, G. A., CFA, Chester, G. A. & David, N. W. (1990). *Valuation of Closely Held Companies and Inactively Traded Securities*. Chicago: Association for Investment Management and Research.
- Hartman, J. (2000). On the Equivalence of Net Present Value and Economic Value Added as Measures of a Project's Economic Worth. *The Engineering Economist*, 45, 158-165.
- Kaplan, R. & Norton, D. (1996). Linking the Balanced Scorecard to Strategy. *California Management Review*, 39(1), 53-79.
- Kaplan, S. N. & Ruback, R. (1994). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *National Bureau of Economic Research (NBER)*, 1(4724), 44.
- Kroll, J., Roloson, M., Teo, J. & Watson, W. T. (2019). Economic Value Added: What Companies Should Know. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2.
- Larrabee, D. & Voss, J. (2013). *Valuation Techniques*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Lundholm, R. & O'Keefe, T. (2001). Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model. *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 311-35.
- McKinsey & Company, Inc., Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3 ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

- Modesti, P. (2007). EVA and NPV: some comparative remarks. *M.I.U.R.*
- Neves, J. C. (2004). *Análise Financeira: Avaliação do Desempenho Baseado na Criação de Valor para o Accionista* (Vol. 2004). Lisboa: Lisboa Texto Editora.
- Obaidat, A. (2019). Is Economic Value Added Superior to Earnings and Cash Flow in Explaining Market Value Added? An Empirical Study. *International Journal of Business, Accounting & Finance*, 57-69.
- Penman, S. & Sougiannis, T. (1998). A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 343-382.
- Shrieves, R. & Wachowicz Jr, J. (2001). Free Cash Flow, Economic Value Added and Net Present Value: A Reconciliation of Variations of Discounted Cash Flow Valuation. *The Engineering Economist*, 46, 33-52.
- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value : the EVA management guide* (1 ed.). New York: New York.
- Taub, S. (2003). MVPs of MVA: Measuring How Much Market Value Companies Created. *MVA Rankings*, 59-63.
- Tortella, B. D. & Brusco, S. (2003). *The Economic Value Added (EVA): An Analysis of Market Reaction*. Elsevier Ltd.
- Walbert, L. (1994). The Stern Stewart Performance 1000: Using EVA[™] to Build Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 109-109.
- Young, D. (1997). Economic Value Added: A Primer for European Managers. *European Management Journal*, 335-343.
- Young, D. & O'Byrne, S. (2000). *EVA and Value-Based Management*. McGraw-Hill.

**Base de Dados:**

Aswath Damodaran (2019). *Total Beta* [Base de dados], janeiro 2019.  
[http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

Aswath Damodaran (2019). *Historical returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills with premiums* [Base de dados], janeiro 2019.

[http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

Aswath Damodaran (2019). *Cost of equity and capital* [Base de dados], janeiro 2019.  
[http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

**Principais Fontes da Internet:**

Bloomberg – <https://www.bloomberg.com/europe>.

Coca-Cola Co. – <https://www.coca-colacompany.com/investors>

Damodaran – <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>, consultado a 12 de setembro de 2019;

Damodaran – [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/mktvalofdebt.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/mktvalofdebt.htm), consultado a 12 de setembro de 2019

Fundo Monetário Internacional – [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/WEOWORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD), consultado a 12 de setembro de 2019;

*Interbrand* - <https://www.interbrand.com/best-brands/best-global-brands/2018/ranking/cocacola/>, consultado a 18 de julho de 2019;

New York Stock Exchange – <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Coca-Cola-Co/Profile>, consultado a 19 de julho de 2019;

ONU - <https://www.unric.org/pt/mensagens-do-secretario-geral/32232-mensagem-do-secretario-geral-da-onu-para-o-dia-internacional-das-florestas> consultado a 18 de julho de 2019;

*Yahoo Finance* – <https://finance.yahoo.com/quote/KO/analysis?p=KO>, consultado a 12 de setembro de 2019;

*Youtube* - <https://www.youtube.com/watch?v=TT8cXFoQjU4>, consultado a 27 de agosto de 2019.

**Relatórios Financeiros e de Indústria:**

Coca-Cola Co. – Relatório anual, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018;

Coca-Cola Co. – Relatório de Negócios e Sustentabilidade, 2018;

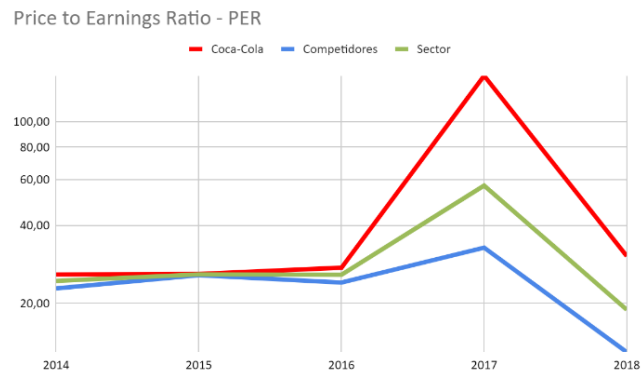
Coca-Cola Co. – Relatório de Revisão anual, 2017;

*MarketLine* – *Company profile: The Coca-Cola Co.*, agosto 2019;

*MarketLine* – *Industry Profile: Global Soft Drinks*, novembro 2016.

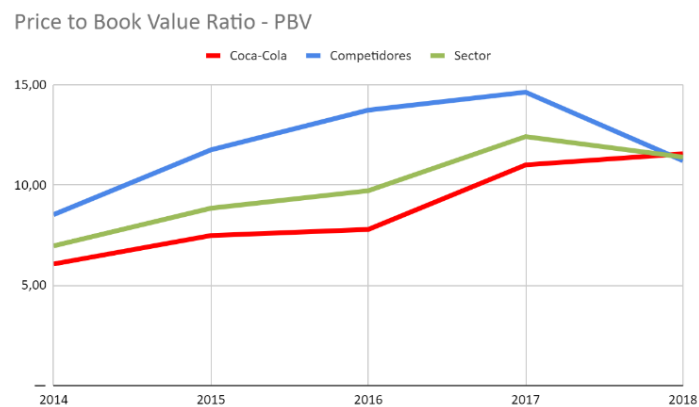
## APÊNDICES

### Apêndice 1 - PER



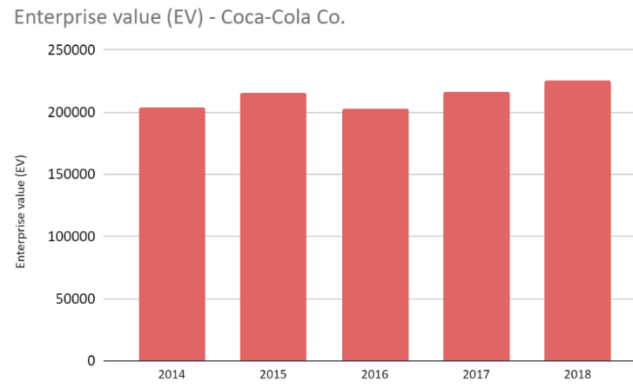
Fonte: NYSE, setembro de 2019

### Apêndice 2– PBV



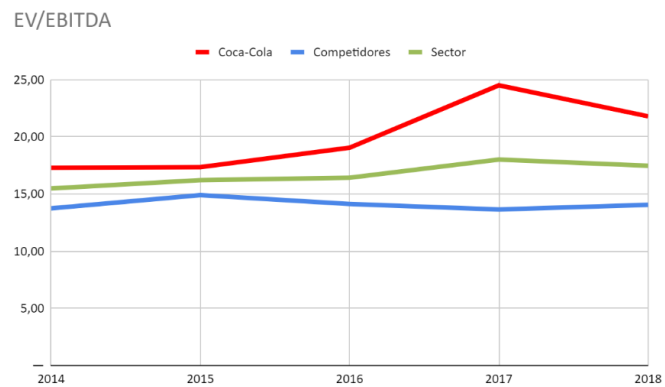
Fonte: NYSE, setembro de 2019

### Apêndice 3 – Enterprise Value



Fonte: NYSE, setembro de 2019

### Apêndice 4 – EV/EBITDA



Fonte: NYSE, setembro de 2019

## Apêndice 5 – Demonstração dos Resultados

Demonstração dos Resultados										
Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Vendas</b>	<b>45 998</b>	<b>44 294</b>	<b>41 863</b>	<b>35 410</b>	<b>31 856</b>	<b>41 679</b>	<b>43 555</b>	<b>45 514</b>	<b>47 563</b>	<b>49 703</b>
CMVMC	-17 889	-17 482	-16 465	-13 256	-11 770	-16 011	-16 731	-17 484	-18 271	-19 093
<b>Margem Bruta</b>	<b>28 109</b>	<b>26 812</b>	<b>25 398</b>	<b>22 154</b>	<b>20 086</b>	<b>25 668</b>	<b>26 823</b>	<b>28 030</b>	<b>29 292</b>	<b>30 610</b>
Custos adm, gerais e de vender (CAGV)	-13 166	-10 754	-11 445	-9 894	-7 566	-10 998	-11 493	-12 010	-12 550	-13 115
Outros gastos operacionais	-3 259	-5 360	-3 540	-3 499	-2 734	-2 688	-2 663	-2 791	-2 928	-3 056
<b>EBITDA</b>	<b>11 684</b>	<b>10 698</b>	<b>10 413</b>	<b>8 761</b>	<b>9 786</b>	<b>11 378</b>	<b>11 890</b>	<b>12 425</b>	<b>12 985</b>	<b>13 569</b>
Depreciação e Amortização	-1 976	-1 970	-1 787	-1 260	-1 086	-1 675	-1 751	-1 829	-1 912	-1 998
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>9 708</b>	<b>8 728</b>	<b>8 626</b>	<b>7 501</b>	<b>8 700</b>	<b>9 152</b>	<b>9 564</b>	<b>9 994</b>	<b>10 444</b>	<b>10 914</b>
Juros a receber	100	1 733	243	82	569	561	586	612	640	669
Juros a pagar	-483	-856	-733	-841	-919	-858	-969	-1 009	-1 049	-1 098
<b>Resultado antes de impostos (EBT)</b>	<b>9 325</b>	<b>9 605</b>	<b>8 136</b>	<b>6 742</b>	<b>8 350</b>	<b>8 855</b>	<b>9 181</b>	<b>9 597</b>	<b>10 035</b>	<b>10 485</b>
Imposto	-2 201	-2 239	-1 586	-5 560	-1 623	-1 905	-1 974	-2 062	-2 155	-2 250
<b>RLconsolidado</b>	<b>7 124</b>	<b>7 366</b>	<b>6 550</b>	<b>1 283</b>	<b>6 476</b>	<b>6 950</b>	<b>7 207</b>	<b>7 535</b>	<b>7 880</b>	<b>8 235</b>
RL atribuído aos interesses não controláveis	-26	-15	-23	-35	-42	-60	-62	-65	-68	-71
<b>RL</b>	<b>7 098</b>	<b>7 351</b>	<b>6 527</b>	<b>1 248</b>	<b>6 434</b>	<b>6 890</b>	<b>7 145</b>	<b>7 470</b>	<b>7 812</b>	<b>8 164</b>

Fonte: Adaptado das demonstrações dos resultados da Coca-Cola Co. (2014-2018) extraídas da NYSE e elaboração própria (2019-2023)

## Apêndice 6 – Ativo

Balanco										
Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inv. pelo método de eq. Patrimonial	9 947	12 318	16 260	20 856	19 407	18 623	22 010	26 013	30 744	36 335
Outros Investimentos	3 678	3 470	989	1 096	867	1 408	981	683	476	332
Outros Ativos	4 088	3 847	3 922	4 230	4 139	4 058	4 070	4 083	4 096	4 108
Impostos diferidos	319	360	326	330	2 667	966	1 010	1 055	1 102	1 152
Imobilizado (Líquido)	14 633	12 571	10 635	8 203	8 232	11 220	11 725	12 253	12 804	13 380
Marcas registradas com vida útil indefinida	6 533	5 989	6 097	6 729	6 682	6 858	7 166	7 489	7 826	8 178
Direitos de franquia com vida indefinida	6 689	6 000	3 676	138	51	3 119	3 260	3 406	3 559	3 720
Goodwill	12 100	11 289	10 629	9 401	10 263	11 332	11 842	12 375	12 932	13 514
Outros ativos intangíveis	1 050	854	726	368	274	654	683	714	746	780
<b>Ativos não correntes</b>	<b>59037</b>	<b>56698</b>	<b>53 260</b>	<b>51 351</b>	<b>52 582</b>	<b>58 238</b>	<b>62 747</b>	<b>68 071</b>	<b>74 286</b>	<b>81 499</b>
Títulos Negociáveis	3 665	4 269	4 051	5 317	5 013	4 827	5 220	5 645	6 105	6 602
Clientes a receber	4 466	3 941	3 856	3 667	3 396	4 071	4 254	4 445	4 645	4 854
Inventário	3 100	2 902	2 675	2 655	2 766	3 353	3 276	3 086	2 484	2 206
Adiantamentos	3 066	2 752	2 481	2 000	1 962	2 552	2 667	2 787	2 912	3 043
Ativos detidos para venda	679	3 900	2 797	219	—	1 465	1 531	1 600	1 672	1 748
Ativos de operações descontinuadas detidos para venda	—	—	—	7 329	6 546	3 004	3 252	3 520	3 810	4 125
Caixa e equivalentes	8 958	7 309	8 555	6 006	8 926	7 951	7 749	7 837	7 694	8 032
Investimentos de curto prazo	9 052	8 322	9 595	9 352	2 025	12 883	9 551	6 274	3 995	1 092
<b>Ativos correntes</b>	<b>32 986</b>	<b>33 395</b>	<b>34 010</b>	<b>36 545</b>	<b>30 634</b>	<b>40 105</b>	<b>37 499</b>	<b>35 194</b>	<b>33 318</b>	<b>31 701</b>
<b>Total de Ativos</b>	<b>92 023</b>	<b>90 093</b>	<b>87 270</b>	<b>87 896</b>	<b>83 216</b>	<b>98 343</b>	<b>100 247</b>	<b>103 266</b>	<b>107 604</b>	<b>113 199</b>

Fonte: Adaptado das demonstrações dos resultados da Coca-Cola Co. (2014-2018) extraídas da NYSE e elaboração própria (2019-2023)

## Apêndice 7 – Capital Próprio e Passivo

Balanco										
Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ações ordinárias, valor nominal de US \$ 0,25	1 760	1 760	1 760	1 760	1 760	1 760	1 760	1 760	1 760	1 760
Excedente de capital	13 154	14 016	14 993	15 864	16 520	15 783	16 708	17 688	18 725	19 822
Resultados transitados	63 408	65 018	65 502	60 430	63 234	63 110	62 851	62 505	62 067	61 521
Outras perdas abrangentes acumuladas	-5 777	-10 174	-11 205	-10 305	-12 814	-10 055	-10 911	-11 058	-11 029	-11 173
Ações em tesouraria, pelo custo	-42 225	-45 066	-47 988	-50 677	-51 719	-47 535	-48 597	-49 303	-49 566	-49 344
Patrimônio atribuível aos acionistas da Coca-Cola Co.	30 320	25 554	23 062	17 072	16 981	23 064	21 812	21 592	21 956	22 585
Patrimônio líquido atribuível a interesses não controláveis	241	210	158	1 905	2 077	918	1 054	1 222	1 435	1 341
<b>Capital Próprio</b>	<b>30 561</b>	<b>25 764</b>	<b>23 220</b>	<b>18 977</b>	<b>19 058</b>	<b>23 982</b>	<b>22 866</b>	<b>22 814</b>	<b>23 392</b>	<b>23 927</b>
Passivo não Corrente	29 088	37 399	37 518	41 725	34 935	36 133	37 542	37 571	37 581	38 252
Passivo Corrente	32 374	26 930	26 532	27 194	29 223	38 228	39 839	42 881	46 631	51 020
<b>Passivo</b>	<b>61 462</b>	<b>64 329</b>	<b>64 050</b>	<b>68 919</b>	<b>64 158</b>	<b>74 361</b>	<b>77 381</b>	<b>80 451</b>	<b>84 212</b>	<b>89 273</b>
<b>Total do passivo e Capital Próprio</b>	<b>92 023</b>	<b>90 093</b>	<b>87 270</b>	<b>87 896</b>	<b>83 216</b>	<b>98 343</b>	<b>100 247</b>	<b>103 266</b>	<b>107 604</b>	<b>113 199</b>

Fonte: Adaptado das demonstrações dos resultados da Coca-Cola Co. (2014-2018) extraídas da NYSE e elaboração própria (2019-2023)